

Bulletin trimestriel
1/2019 Mars

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Bulletin trimestriel 1/2019 Mars

37^e année

Table des matières

	Page
Rapport sur la politique monétaire	4
1 Décision de politique monétaire du 21 mars 2019	5
Stratégie de politique monétaire de la BNS	6
2 Conditions-cadres de l'économie mondiale	7
3 Evolution économique en Suisse	13
4 Prix et anticipations d'inflation	18
5 Evolution monétaire	21
Signaux conjoncturels	28
Chronique monétaire	34

Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen de mars 2019 de la situation économique et monétaire

Le rapport décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire. Le chapitre 1 (Décision de politique monétaire du 21 mars 2019) reprend le communiqué de presse publié à la suite de l'examen de la situation économique et monétaire.

Le rapport tient compte des données et des informations disponibles jusqu'au 21 mars 2019. Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

1

Décision de politique monétaire du 21 mars 2019

La Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient le cap expansionniste de sa politique monétaire. De cette manière, elle stabilise l'évolution des prix et soutient l'activité économique. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS demeure fixé à $-0,75\%$, et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS continue d'intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Depuis l'examen de décembre 2018, le franc s'est légèrement déprécié en valeur pondérée par le commerce extérieur. Dans l'ensemble, il s'inscrit toujours à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir au besoin sur le marché des changes sont ainsi toujours nécessaires. Ils maintiennent à un bas niveau l'attrait des placements en francs et réduisent les pressions à la hausse sur le franc.

La nouvelle prévision d'inflation conditionnelle est plus basse que celle de décembre (voir graphique 1.1). La raison principale en est que les perspectives de croissance et d'inflation à l'étranger se sont affaiblies et que, dans leur sillage, les anticipations concernant l'évolution des taux directeurs dans les principales zones monétaires ont été

révisées à la baisse. Pour l'année en cours, la prévision d'inflation est légèrement plus faible et s'établit à $0,3\%$, contre $0,5\%$ au trimestre précédent. Pour 2020, la BNS table désormais sur un taux d'inflation de $0,6\%$, contre 1% dans la prévision de décembre. Pour 2021, elle s'attend à une inflation de $1,2\%$. La prévision d'inflation conditionnelle repose sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à $-0,75\%$ pendant les trois prochaines années.

Au cours des derniers mois, l'affaiblissement de l'activité économique mondiale a été plus marqué que prévu. La croissance a en partie été freinée par des facteurs temporaires. De plus, la dynamique conjoncturelle sous-jacente a aussi ralenti dans de nombreux pays industrialisés. En particulier, la production de l'industrie manufacturière a affiché une évolution peu soutenue dans de nombreuses régions.

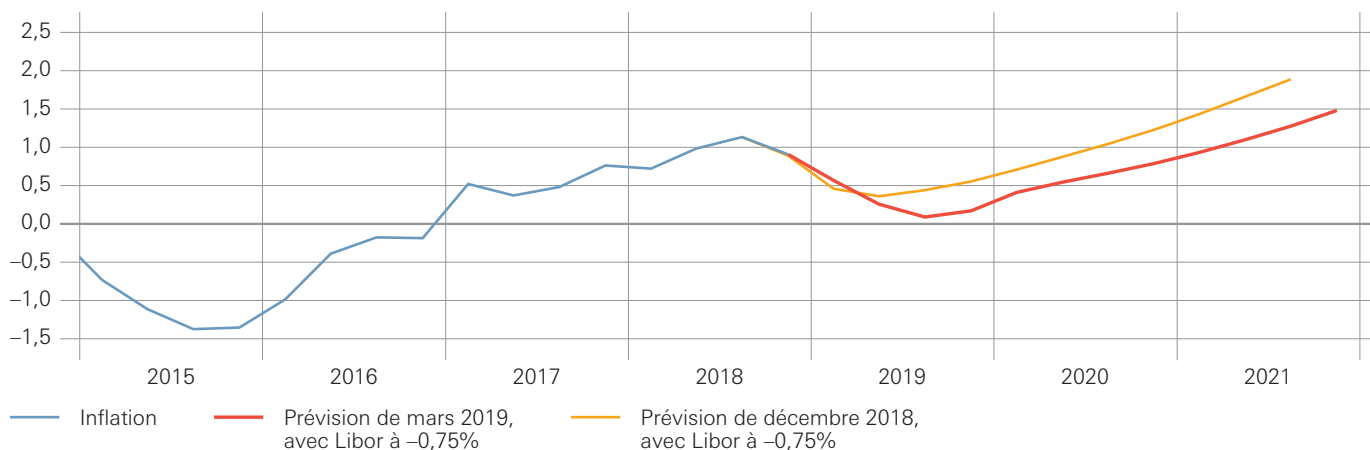
Des incertitudes relatives à la conjoncture et à la situation politique ont eu pour effet d'accroître la volatilité ainsi que les primes de risques sur les marchés financiers. De plus, la croissance et le renchérissement ont une nouvelle fois été plus faibles, dans quelques pays, que ne l'avaient prévu la plupart des analyses. Ces deux éléments ont entraîné une baisse des anticipations sur les taux directeurs dans les principales zones monétaires.

Dans ce contexte, la BNS a revu à la baisse les hypothèses de son nouveau scénario de base pour l'économie mondiale concernant la croissance des pays industrialisés au premier semestre 2019. Dans les trimestres à venir, la conjoncture mondiale devrait néanmoins continuer à croître dans le cadre de son potentiel. Dans les pays industrialisés, cette croissance est soutenue par la politique monétaire expansionniste, par la robustesse du marché du travail et, dans certains d'entre eux, par la politique fiscale. Les risques demeurent cependant orientés à la baisse.

Graphique 1.1

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2019

Variation en % de l'indice suisse des prix à la consommation par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

En Suisse, le produit intérieur brut (PIB) a stagné au second semestre 2018, après avoir fortement progressé les trimestres précédents. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a néanmoins été globalement vigoureuse, s'inscrivant à 2,5%. L'utilisation des capacités de production des entreprises s'est montrée élevée, et la situation sur le marché du travail s'est constamment améliorée. Le nombre de chômeurs a continué de baisser, le taux de chômage s'étant inscrit à 2,4% en février.

Actuellement, les indicateurs conjoncturels traduisent une dynamique modérément positive. Après une stagnation au second semestre 2018, la croissance du PIB devrait ainsi à nouveau s'accélérer quelque peu. Pour toute l'année 2019, la BNS continue de tabler sur une progression du PIB se situant autour de 1,5%.

Sur les marchés hypothécaire et immobilier, les déséquilibres persistent. Tant les prêts hypothécaires que les prix des maisons individuelles et des appartements en propriété par étage ont continué d'afficher une hausse modérée au cours des derniers trimestres, alors que les prix des immeubles locatifs résidentiels ont légèrement diminué. Les prix sont toutefois exposés à un risque de correction, en particulier dans ce dernier segment, du fait de leur forte progression au cours des dernières années et du nombre croissant de logements vacants. La BNS observe toujours attentivement l'évolution sur les marchés hypothécaire et immobilier, et examine régulièrement s'il y a lieu d'adapter le volant anticyclique de fonds propres.

Stratégie de politique monétaire de la BNS

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC.

En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. Deuxièmement, la BNS résume chaque trimestre, sous la forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Troisièmement, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois pour le franc.

Tableau 1.1

INFLATION OBSERVÉE, MARS 2019

	2015				2016				2017				2018				2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	-0,4	0,5	0,9

Source: OFS.

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2019

	2018				2019				2020				2021				2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de décembre 2018, avec Libor à -0,75%					0,9	0,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9	0,5	1,0	
Prévision de mars 2019, avec Libor à -0,75%					0,6	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5	0,3	0,6	1,2

Source: BNS.

2 Conditions-cadres de l'économie mondiale

Au cours des derniers mois, l'affaiblissement de l'activité économique mondiale a été plus marqué que prévu. La croissance a en partie été freinée par des facteurs temporaires. De plus, la dynamique conjoncturelle sous-jacente a aussi ralenti dans de nombreux pays industrialisés. En particulier, la production de l'industrie manufacturière a affiché une évolution peu soutenue dans de nombreuses régions.

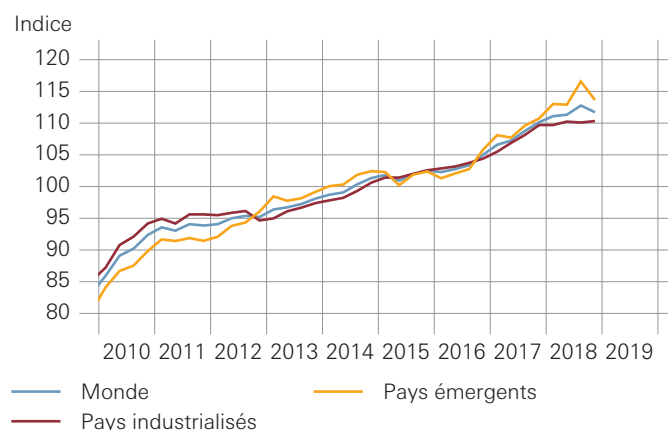
Des incertitudes relatives à la conjoncture et à la situation politique ont eu pour effet d'accroître la volatilité ainsi que les primes de risques sur les marchés financiers. De plus, dans quelques pays, notamment dans des pays de la zone euro et au Japon, la croissance et le renchérissement ont une nouvelle fois été plus faibles que ne l'avaient prévu la plupart des analyses. Ces deux éléments ont entraîné une baisse des anticipations sur les taux directeurs dans les principales zones monétaires. Les signaux sont globalement restés positifs sur le marché du travail. L'emploi a encore progressé dans les pays industrialisés, et le chômage a poursuivi son recul dans la plupart d'entre eux.

Dans son nouveau scénario de base pour l'évolution de l'économie mondiale, la BNS a abaissé ses prévisions concernant la croissance dans les pays industrialisés au premier semestre 2019. Elle continue néanmoins de miser sur une croissance proche du potentiel au cours des prochains trimestres. Dans les pays industrialisés,

Graphique 2.1

COMMERCE INTERNATIONAL DE BIENS

Moyenne de la période considérée = 100



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) et Thomson Reuters Datastream.

Tableau 2.1

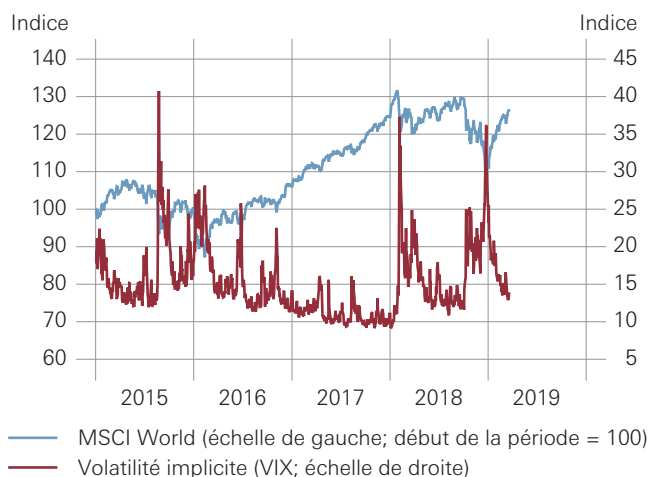
SCÉNARIO DE BASE POUR L'ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

	2015	2016	2017	2018	Scénario	
					2019	2020
PIB, variation en % par rapport à l'année précédente						
Economie mondiale ¹	3,5	3,3	3,8	3,9	3,6	3,7
Etats-Unis	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3	2,0
Zone euro	2,0	1,9	2,5	1,8	1,1	1,4
Japon	1,3	0,6	1,9	0,8	0,6	0,5
Prix du baril de pétrole en USD	52,5	43,8	54,3	71,0	61,7	62,0

¹ Pondération PPA (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon, Chine, Corée du Sud, Inde, Brésil et Russie).

Sources: BNS et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.2

MARCHÉS DES ACTIONS

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.3

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, MONDE

Titres d'Etat à 10 ans

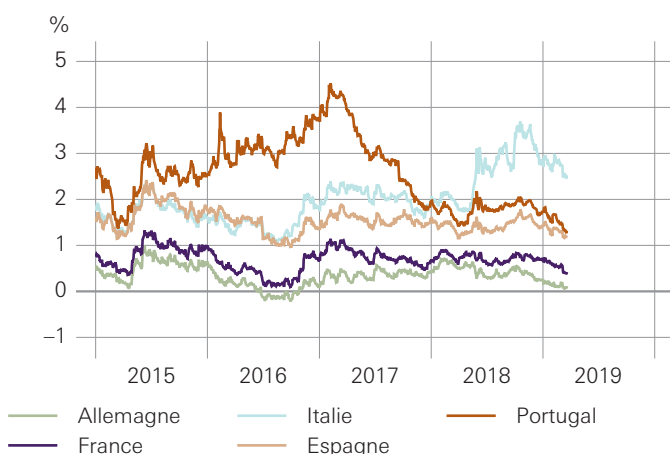


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.4

TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME, EUROPE

Titres d'Etat à 10 ans



Source: Thomson Reuters Datastream.

cette progression est soutenue par la politique monétaire expansionniste, par la robustesse du marché du travail et, dans certains d'entre eux, par la politique fiscale.

Les risques demeurent cependant orientés à la baisse. Ils découlent notamment des incertitudes politiques ainsi que des tendances protectionnistes qui pourraient engendrer d'autres turbulences sur les marchés financiers et mettre en péril la croissance de l'économie mondiale.

Pour établir ses prévisions relatives à l'économie mondiale, la Banque nationale se fonde sur des hypothèses concernant le cours du pétrole et celui de l'euro face au dollar des Etats-Unis. Elle part d'un prix de 62 dollars des Etats-Unis le baril de Brent, soit 12 dollars de moins que dans le scénario de base du mois de décembre, et d'un cours inchangé de 1,14 dollar pour 1 euro. Ces deux données correspondent, au moment de l'établissement du présent scénario de base, à une moyenne calculée sur vingt jours.

MARCHÉS FINANCIERS ET MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

Les dernières semaines de l'année 2018 ont été marquées par une forte poussée de la volatilité sur les marchés financiers internationaux. L'incertitude qui y régnait a un peu diminué début 2019, comme en témoigne la volatilité des actions américaines (VIX), calculée d'après le prix des options, qui s'est en grande partie normalisée après une augmentation soudaine en décembre (voir graphique 2.2). Cette accalmie tient notamment à un changement dans la communication de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui a précisé vouloir patienter avant de procéder à d'autres hausses de taux d'intérêt. La poursuite des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine en janvier a également contribué à une certaine détente sur les marchés financiers.

Les marchés des actions ont compensé les pertes enregistrées en novembre et en décembre, mais ils sont demeurés en deçà de leur niveau de fin septembre. L'incertitude liée au Brexit et les tensions commerciales persistantes ont continué de se faire sentir.

Les signaux envoyés par la Fed et la BCE, qui souhaitent resserrer plus lentement leur politique monétaire respective, se sont en particulier traduits par une baisse des rendements des obligations d'Etat à dix ans dans les pays industrialisés (voir graphique 2.3). En Italie, les rendements ont également fléchi, mais l'écart par rapport aux autres Etats de l'Union européenne (UE) est demeuré élevé en raison de l'incertitude politique (voir graphique 2.4).

Le dollar des Etats-Unis et l'euro ont eu tendance à se déprécier légèrement en termes pondérés par le commerce extérieur. La livre sterling s'est appréciée, alors que le yen tendait à se stabiliser (voir graphique 2.5). Le renminbi a progressé vis-à-vis du dollar des Etats-Unis depuis le début de l'année.

Après avoir atteint son plus bas niveau fin décembre, le prix du pétrole s'est légèrement redressé à partir de janvier 2019 (voir graphique 2.6). Il est soutenu par le recul de la production de pétrole dans les Etats membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et par l'apaisement des craintes relatives à un net ralentissement de la conjoncture mondiale et, dès lors, à une offre excédentaire d'or noir. Les prix des métaux précieux ont eux aussi augmenté en début d'année.

ÉTATS-UNIS

Aux Etats-Unis, la croissance économique est demeurée solide, s'inscrivant à 2,6% au dernier trimestre, même si elle n'a plus été aussi vigoureuse qu'au trimestre précédent (voir graphique 2.7). La consommation privée en est restée l'un des moteurs. Le PIB a progressé de 2,9% sur l'ensemble de l'année. Les effectifs ont encore fortement augmenté ces derniers mois. Le taux de participation s'étant légèrement accru, le taux de chômage a cependant stagné à 3,8% en février (voir graphique 2.10).

Les perspectives de croissance restent favorables. La hausse passagère de la volatilité sur les marchés financiers observée en décembre, l'incertitude liée au différend budgétaire en décembre et en janvier ainsi que les craintes d'un ralentissement de l'économie mondiale devraient avoir légèrement pesé sur la conjoncture américaine au premier trimestre 2019. Les enquêtes réalisées dans l'industrie et le secteur tertiaire laissent cependant entrevoir une croissance encore solide (voir graphique 2.9). Dans ce contexte, la Banque nationale a un peu revu à la baisse sa prévision pour le PIB des Etats-Unis, la portant à 2,3%. Elle table sur une progression de 2% en 2020 (voir tableau 2.1).

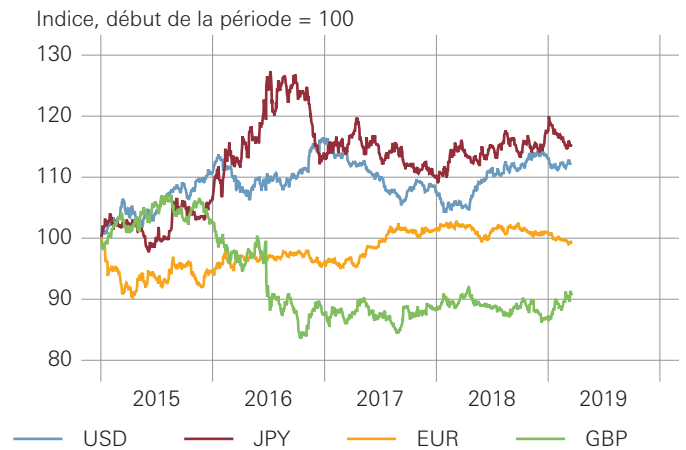
Le renchérissement annuel mesuré par l'indice des prix à la consommation a sensiblement baissé ces derniers mois, à cause du recul des prix de l'énergie, et s'est établi à 1,5% en février (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente est demeurée stable, à un niveau légèrement supérieur à 2% (voir graphique 2.12). Si l'on exclut les prix volatils des denrées alimentaires et de l'énergie, le renchérissement annuel mesuré par le déflateur de la consommation privée s'élevait à 1,9% en décembre, soit à un niveau juste en dessous de la valeur cible fixée par la Fed.

En décembre, la Fed a relevé la marge de fluctuation de son taux directeur à 2,25%-2,5% (voir graphique 2.13). En janvier toutefois, elle a annoncé une pause prolongée dans les adaptations de ce taux, invitant fermement à la patience. Elle a ajouté que le risque d'inflation était modéré, mais que l'incertitude entourant les perspectives de croissance était désormais plus grande. De plus, elle a indiqué qu'elle n'entendait pas ramener son bilan au niveau qu'il affichait avant la crise et qu'à fin 2019, elle arrêterait les efforts déployés pour réduire le bilan. En mars, elle a confirmé les décisions prises jusque-là et signalé viser la fin du mois de septembre pour mettre un terme aux efforts susceptibles de réduire le bilan.

Graphique 2.5

COURS DE CHANGE

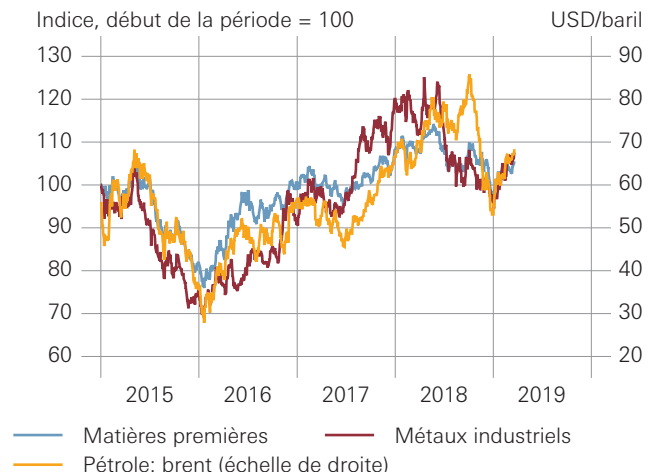
Pondérés par le commerce extérieur



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.6

PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

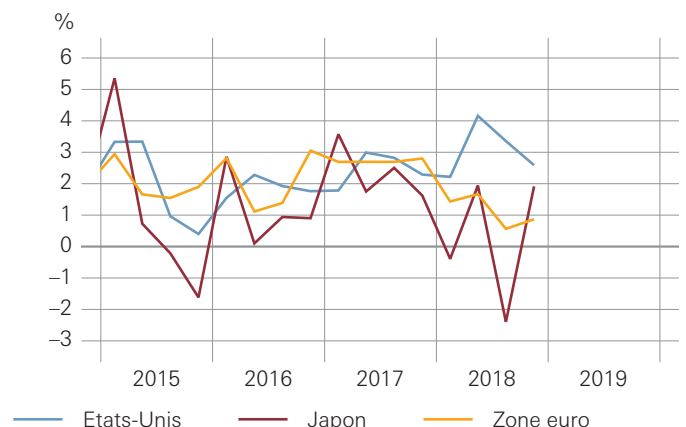


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.7

PIB RÉEL, PAYS INDUSTRIALISÉS

Variation par rapport à la période précédente

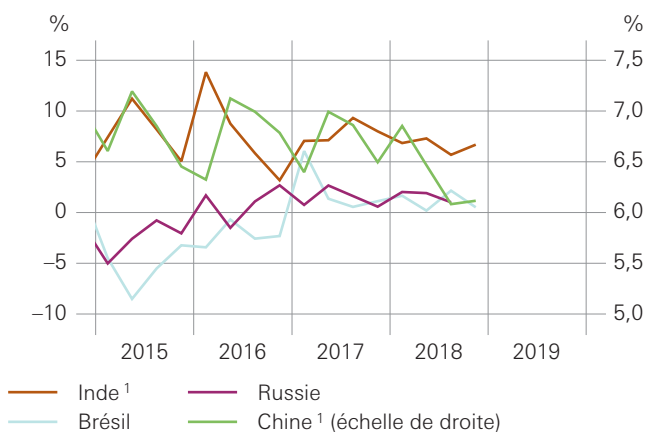


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.8

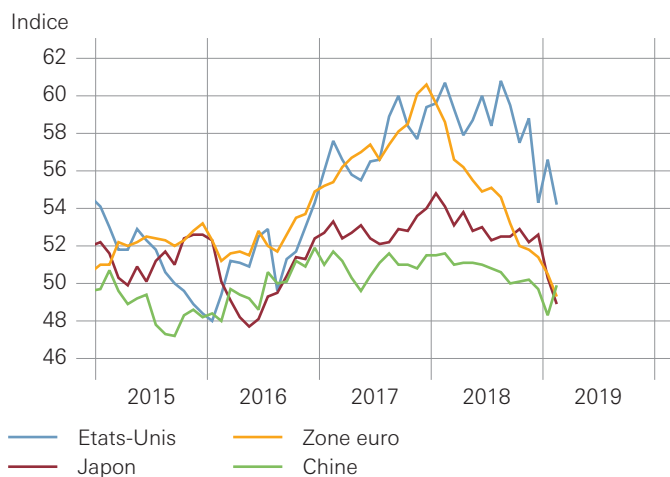
PIB RÉEL, PAYS ÉMERGENTS

Variation par rapport à la période précédente



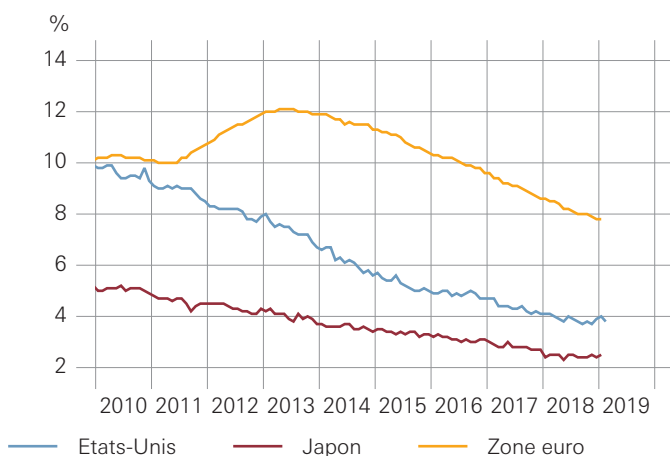
1 Correction des variations saisonnières: BNS.
Sources: CEIC et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.9

INDICES DES DIRECTEURS D'ACHATS (INDUSTRIE)

Sources: Institute for Supply Management (ISM) et Markit Economics Limited.

Graphique 2.10

TAUX DE CHÔMAGE

Source: Thomson Reuters Datastream.

ZONE EURO

Dans la zone euro, le PIB a de nouveau affiché une croissance modeste, qui s'est inscrite à 0,9% au dernier trimestre (voir graphique 2.7). Plusieurs facteurs spéciaux ont encore affecté cette dernière: le faible niveau du Rhin a notamment occasionné des problèmes de transport et des pertes de production dans l'industrie allemande. En France, les mouvements de protestation observés dans de nombreuses villes ont provisoirement pesé sur le tourisme et le commerce de détail. De plus, le moral des entreprises de la zone euro s'est assombri ces derniers mois, laissant présager un ralentissement conjoncturel général. En Italie, la performance économique a une nouvelle fois fléchi. La situation sur le marché du travail s'est néanmoins encore améliorée dans la zone euro, et l'emploi a de nouveau progressé.

Après une évolution faible au second semestre 2018, la croissance devrait se redresser peu à peu durant l'année en cours. Les conditions de financement favorables et la progression robuste du revenu des ménages devraient bénéficier à la demande intérieure. Compte tenu de la dynamique ralentie, la BNS a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro: celles-ci s'inscrivent à 1,1% pour 2019 et à 1,4% pour 2020 (voir tableau 2.1). Les perspectives de croissance continuent de s'accompagner de risques, au nombre desquels figurent les aléas politiques en Italie, les incertitudes liées aux différends commerciaux sur le plan international et les futures relations entre l'UE et le Royaume-Uni.

La hausse des prix à la consommation a fléchi ces derniers mois et s'établissait à 1,5% en février (voir graphique 2.11). Ce recul était dû principalement à la baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a elle aussi affiché une évolution plus modeste que prévu; elle n'a guère varié, oscillant autour de 1%, comme c'est le cas depuis quelques années (voir graphique 2.12). Les anticipations d'inflation à moyen terme calculées à l'aide d'indicateurs des marchés financiers ont eu tendance à faiblir.

La BCE a décidé en mars de maintenir ses taux directeurs tels quels. Elle compte les laisser inchangés au moins jusqu'à fin 2019, et non plus, comme elle l'envisageait auparavant, au moins jusqu'après l'été 2019. De plus, la BCE souhaite de nouveau accorder aux banques des crédits spéciaux à plus long terme (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*) à partir de septembre pour les encourager à octroyer des crédits au secteur privé. Elle entend poursuivre pendant quelque temps le réinvestissement des titres acquis dans le cadre de son programme d'achat correspondant et arrivés à échéance.

JAPON

Au Japon, le PIB a progressé de 1,9% au quatrième trimestre; au trimestre précédent, une série de catastrophes naturelles avait affecté l'activité (voir graphique 2.7). L'économie s'est redressée sur un large front, mais les exportations n'ont pas pu compenser le fléchissement enregistré au trimestre précédent. En 2018, le PIB s'est accru de 0,8% en moyenne annuelle, soit conformément à son potentiel, après avoir enregistré une croissance vigoureuse de 1,9% en 2017.

Les conditions de financement avantageuses, l'évolution solide des revenus ainsi que les investissements dans les infrastructures et le tourisme en prévision des Jeux olympiques de Tokyo en 2020 continueront de soutenir l'économie japonaise. De plus, des mesures conjoncturelles devraient atténuer les effets du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée qui est prévu en octobre 2019. Toutefois, l'activité industrielle a perdu un peu de sa vigueur à la fin de la période examinée, et les perspectives pour l'année en cours sont devenues plus incertaines en raison des signes contradictoires provenant de l'industrie d'exportation. Dans ce contexte, la BNS a légèrement revu à la baisse ses prévisions de croissance et s'attend désormais à une progression du PIB de 0,6% en 2019 et de 0,5% en 2020 (voir tableau 2.1).

A la suite du recul des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, la hausse des prix à la consommation a fléchi ces derniers mois pour s'établir à 0,2% en janvier (voir graphique 2.11). L'inflation sous-jacente n'a que légèrement augmenté et s'inscrit à 0,3% (voir graphique 2.12). Calculées à partir d'enquêtes auprès des entreprises, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été relativement stables et sont restées nettement inférieures à l'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon. Le prix du pétrole plus faible et les prix réduits dans la téléphonie mobile, mais aussi le programme de formation gratuite prévu par le gouvernement atténueront provisoirement l'inflation. Eu égard à la faible dynamique inflationniste, la Banque du Japon envisage de conserver des taux bas pendant une période prolongée.

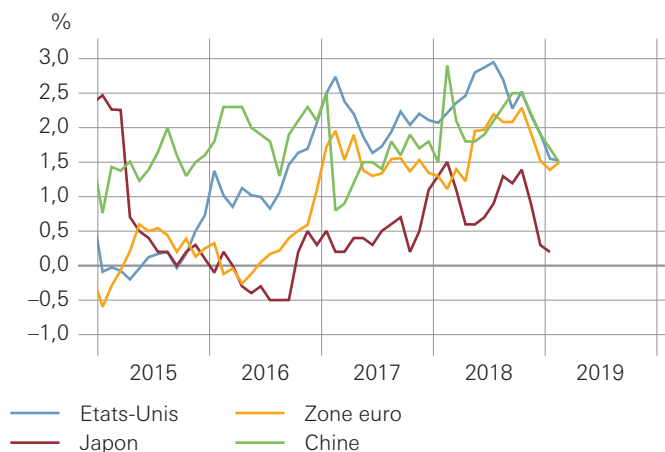
CHINE

En Chine, la croissance du PIB s'est stabilisée à 6,1% au dernier trimestre après avoir régulièrement fléchi tout au long de l'année (voir graphique 2.8). La création de valeur a progressé plus fortement qu'au trimestre précédent tant dans l'industrie que dans le secteur de la construction. En moyenne annuelle, le PIB s'est accru de 6,6%, contre 6,8% l'année précédente.

Graphique 2.11

PRIX À LA CONSOMMATION

Variation par rapport à l'année précédente

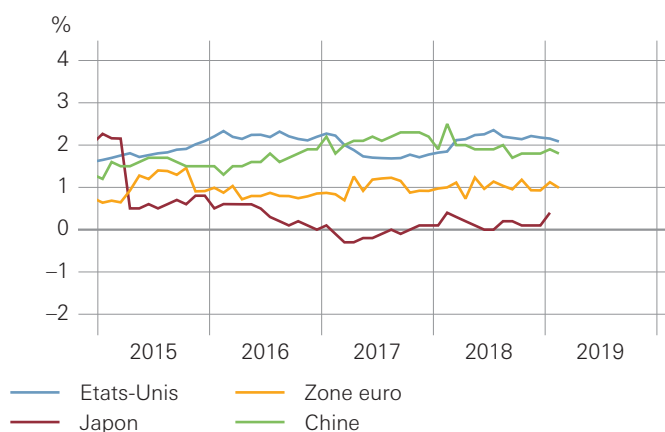


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.12

INFLATION SOUS-JACENTE¹

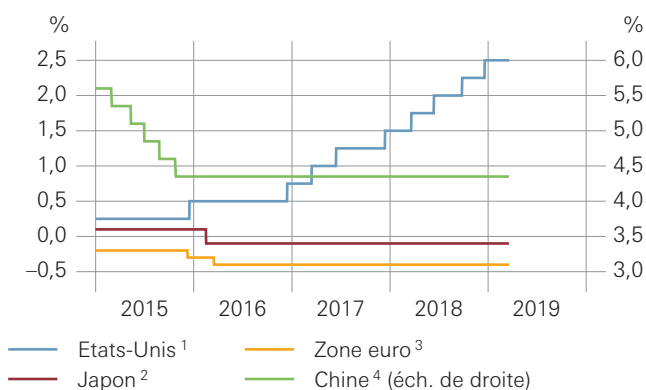
Variation par rapport à l'année précédente



1 Hors alimentation et énergie.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 2.13

TAUX D'INTÉRÊT OFFICIELS

1 Taux des fonds fédéraux (limite supérieure de la marge de fluctuation).

2 Taux cible au jour le jour.

3 Taux de la facilité de dépôt.

4 Taux des prêts à 1 an.

Source: Thomson Reuters Datastream.

Le léger tassement de la croissance économique devrait se poursuivre en 2019, reflétant, d'une part, l'affaiblissement graduel de la croissance potentielle et, d'autre part, le resserrement progressif de la réglementation des marchés financiers depuis fin 2016. L'expansion du crédit a dès lors encore ralenti. Cette évolution devrait principalement peser sur l'activité dans l'immobilier et dans la construction. A cela s'ajoutent les effets négatifs des tensions commerciales avec les Etats-Unis auxquelles aucune réponse n'a été apportée.

Pour éviter que la croissance ne s'estompe brusquement, le gouvernement a déjà pris des mesures de politique économique en 2018. Elles englobent le développement des infrastructures et des baisses d'impôts destinées aux entreprises et aux particuliers. De plus, la politique monétaire a été légèrement assouplie. La BNS table sur une progression du PIB chinois de 6,2% en 2019 et de 6% en 2020.

BRÉSIL, INDE ET RUSSIE

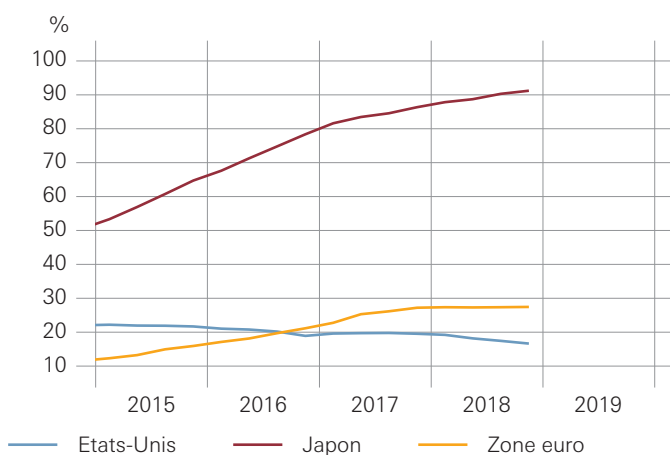
La conjoncture a encore évolué de manière hétérogène dans les autres grands pays émergents. En Inde, le PIB a progressé de 6,7% au dernier trimestre, soit conformément à son potentiel. Selon les indicateurs disponibles, la croissance s'est également révélée solide en Russie. Elle est en revanche demeurée modeste au Brésil (voir graphique 2.8).

Les perspectives sont favorables dans ces pays. En Inde, l'utilisation des capacités de production devrait encore s'accroître en 2019. D'après l'indice des directeurs d'achat (PMI), les signaux sont très positifs tant dans l'industrie manufacturière que dans le tertiaire. L'activité robuste au niveau de l'octroi de crédits devrait encore bénéficier aux investissements. De plus, la recapitalisation des établissements de crédit proches de l'Etat et les dépenses publiques en matière d'infrastructures continueront à produire des effets positifs. Au Brésil, la politique monétaire souple, le faible renchérissement et l'amélioration du moral des entreprises devraient soutenir la reprise économique. En Russie, le recul des prix du pétrole pèsera certes sur la conjoncture en 2019, mais la croissance devrait rester légèrement au-dessus de son potentiel.

Graphique 2.14

BASE MONÉTAIRE

En % du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream.

3 Evolution économique en Suisse

En Suisse, le PIB s'est accru de 0,7% au quatrième trimestre selon les premières estimations. Dans l'ensemble, il a donc stagné au second semestre 2018, après avoir connu une forte hausse jusqu'au milieu de l'année.

Des indicateurs avancés et des enquêtes pour la Suisse signalent une dynamique modérément positive. Dans son scénario de base, la BNS table en outre sur un nouveau raffermissement de la conjoncture internationale au cours de l'année.

Dans ce contexte, la BNS s'attend à un redressement de la croissance du PIB pour la Suisse à partir du premier trimestre. Pour 2019, elle table toujours sur une croissance d'environ 1,5%. L'utilisation des capacités de l'économie suisse devrait rester bonne.

PRODUCTION ET DEMANDE

Pour évaluer la situation économique, la BNS se fonde sur un large éventail d'informations. Bien que la croissance du PIB soit de nouveau légèrement repartie à la hausse au quatrième trimestre 2018, elle a été très faible dans l'ensemble au second semestre. En comparaison, la plupart des indicateurs conjoncturels faisaient apparaître une évolution plus positive jusqu'à la fin de l'année 2018.

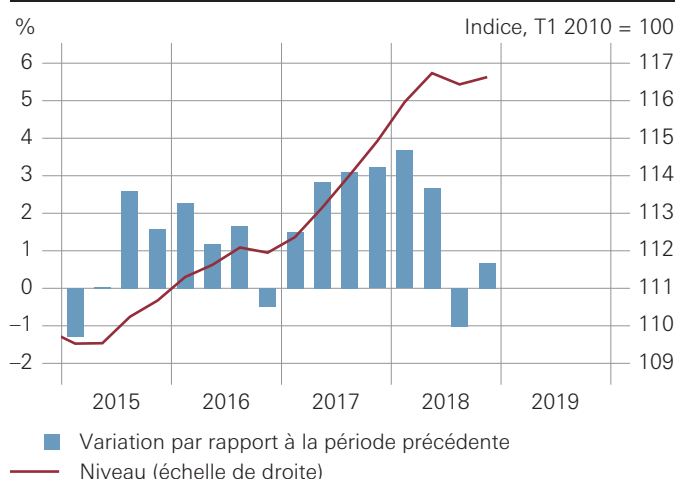
Evolution peu marquée du PIB au 2^e semestre 2018

Après avoir fortement progressé jusqu'au milieu de l'année, le PIB a accusé un net repli. D'après les premières estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), il s'est accru de 0,7% au quatrième trimestre, après avoir reculé de 1% au troisième trimestre (voir graphique 3.1). L'industrie a profité d'une forte croissance des exportations au quatrième trimestre. Dans de nombreuses branches des services, la hausse du PIB est cependant restée faible.

Les estimations pour le quatrième trimestre étant disponibles, les premiers chiffres annuels provisoires pour 2018 sont désormais connus: le PIB a progressé de 2,5% en moyenne annuelle, soit nettement plus que l'année précédente (1,6%). Il s'agit de la plus forte croissance enregistrée depuis 2010. L'industrie manufacturière, dans laquelle la création de valeur a fortement augmenté pour la deuxième année consécutive, a été le principal moteur de la croissance. Dans la plupart des autres branches, la création de valeur s'est également accrue. Seuls le commerce de gros et le commerce de détail ont de nouveau affiché une croissance atone. Du côté de la demande, la croissance

Graphique 3.1

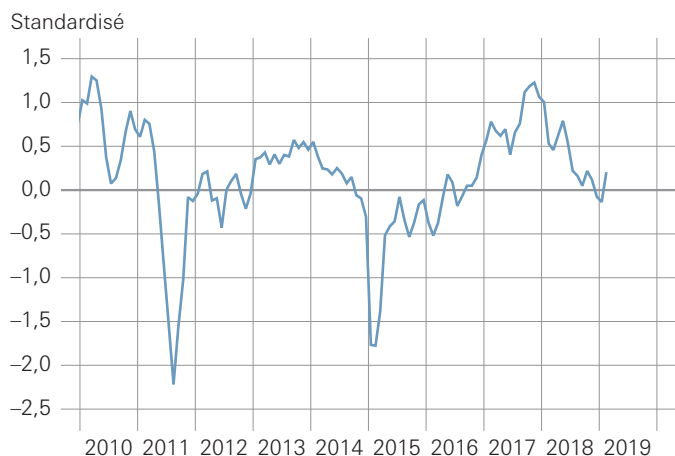
PIB RÉEL



Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO).

Graphique 3.2

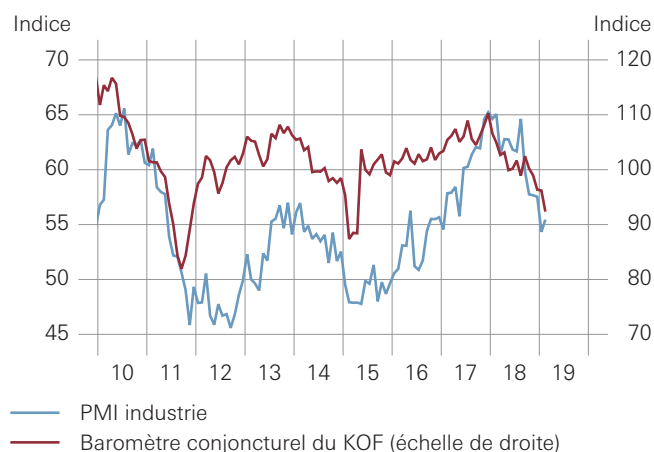
INDICE CONJONCTUREL BNS



Source: BNS.

Graphique 3.3

PMI INDUSTRIE ET BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF



Sources: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) et Credit Suisse.

annuelle a également reposé sur une large assise. Les échanges de biens ont connu une évolution particulièrement favorable.

Image plus positive selon les indicateurs conjoncturels

La prise en compte d'un large éventail d'informations confirme certes un ralentissement de la dynamique économique au cours de l'année 2018, mais fait apparaître pour le second semestre une évolution plus positive que les estimations trimestrielles du PIB. Ainsi, ni l'indice conjoncturel de la BNS, ni le baromètre conjoncturel du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF), ni le PMI de l'industrie manufacturière n'indiquent une stagnation de l'activité économique au second semestre (voir graphiques 3.2 et 3.3).

Les indicateurs avancés et les enquêtes donnent une image contrastée de l'évolution au cours des premiers mois de l'année 2019. L'indice conjoncturel de la BNS est resté quasi nul jusqu'en février, ce qui revient, par définition, à une croissance correspondant à la moyenne historique. Selon cet indice, la dynamique économique au cours des derniers mois se situe ainsi à un niveau proche de son potentiel. Les entretiens menés avec les chefs d'entreprise par les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale font eux aussi apparaître une évolution positive au premier trimestre 2019 (voir la partie *Signaux conjoncturels*, pages 28 ss). Le baromètre conjoncturel du KOF fait figure d'exception puisqu'il a de nouveau sensiblement reculé en février, indiquant ainsi un ralentissement de la croissance plus marqué que les autres indicateurs.

Tableau 3.1

PIB RÉEL ET COMPOSANTES

Taux de croissance en % par rapport à la période précédente (taux annualisés)

	2015				2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Consommation privée	1,7	1,5	1,1	1,0	0,0	0,4	2,0	0,6	1,5	0,8	0,2	1,1				
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	1,1	1,2	0,9	1,0	0,2	0,7	2,0	2,5	0,5	0,7	-0,4	0,2				
Investissements	2,3	3,4	3,3	1,8	8,2	0,6	4,2	4,5	3,9	1,2	-5,0	-3,2				
Construction	1,6	0,5	1,4	0,7	2,7	0,8	2,1	3,6	-0,9	1,5	-0,9	-1,5				
Biens d'équipement	2,7	5,4	4,5	2,4	11,7	0,6	5,5	5,1	6,9	1,0	-7,3	-4,3				
Demande intérieure finale	1,8	2,0	1,7	1,2	2,2	0,5	2,6	1,9	2,0	0,9	-1,3	-0,2				
Variation des stocks ¹	-0,4	-1,9	-0,1	0,0	-2,3	7,7	-10,2	10,8	-4,7	0,0	1,9	-6,4				
Exportations totales ²	2,6	7,0	3,6	3,4	-1,1	1,8	19,3	-6,2	12,4	-0,3	-10,5	11,8				
Biens ²	2,6	6,7	5,1	5,3	17,0	6,4	21,6	-8,5	21,7	-1,4	-15,4	24,4				
Biens sans commerce de transit ²	0,7	6,6	6,0	5,0	15,9	8,2	10,1	4,1	7,7	3,4	-12,5	27,1				
Services	2,4	7,6	0,7	-0,3	-26,9	-6,4	14,9	-1,4	-4,1	2,2	0,1	-10,1				
Importations totales ²	3,0	4,7	4,1	1,0	-5,5	15,2	-1,7	13,7	0,6	-4,4	-9,2	-1,9				
Biens ²	0,0	4,4	5,5	5,0	-2,0	24,6	-1,4	24,2	7,9	-5,1	-10,6	2,4				
Services	8,8	5,3	1,6	-6,4	-11,4	-0,1	-2,2	-4,2	-12,5	-3,0	-6,4	-10,3				
Commerce extérieur ³	0,1	1,7	0,2	1,4	1,7	-5,3	11,0	-9,4	6,5	1,9	-1,8	7,3				
PIB	1,3	1,6	1,6	2,5	1,5	2,8	3,1	3,2	3,7	2,7	-1,0	0,7				

1 Contribution à la croissance en points (y compris l'écart statistique).

2 Hors objets de valeur (or non monétaire et autres métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités).

3 Contribution à la croissance en points.

Source: SECO.

MARCHÉ DU TRAVAIL

L'évolution favorable s'est poursuivie sur le marché du travail. Néanmoins, la croissance de l'emploi a quelque peu perdu de sa vigueur.

Recul continu du chômage

Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement (ORP) a connu un nouveau repli ces derniers mois. Fin février, 106 600 personnes étaient inscrites au chômage, en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage en données désaisonnalisées calculé par le SECO s'inscrivait à 2,4% (voir graphique 3.4), s'établissant ainsi à un niveau à peu près aussi bas qu'avant la crise économique et financière de 2008.

Par ailleurs, l'Office fédéral de la statistique (OFS) calcule un taux de chômage au sens de l'Organisation internationale du travail (OIT), sur la base de l'enquête suisse sur la population active (ESPA). Cette enquête, réalisée chaque trimestre auprès des ménages, englobe également les demandeurs d'emploi qui ne sont pas ou plus inscrits auprès d'un ORP. Par conséquent, ce taux est supérieur à celui du SECO. En données corrigées des variations saisonnières, il a augmenté au quatrième trimestre 2018 après avoir reculé au trimestre précédent, et est ainsi passé de 4,3% à 4,9%. Ces deux statistiques évoluent parfois de manière divergente, comme on a pu clairement l'observer aux cours des derniers trimestres. En règle générale, le taux de chômage établi par le SECO permet d'estimer les variations à court terme du chômage avec une plus grande fiabilité que celui calculé par l'OFS.

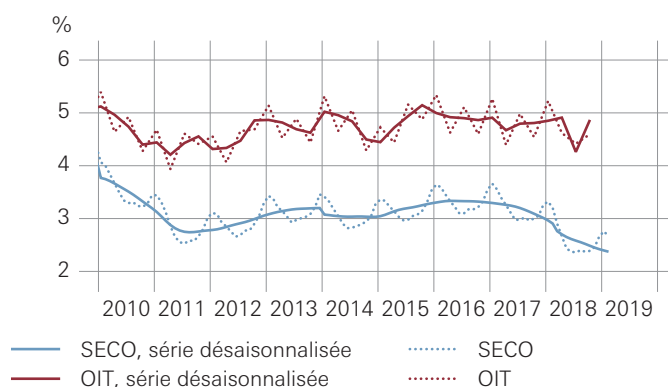
Croissance de l'emploi légèrement inférieure à la moyenne

Au quatrième trimestre, le nombre de personnes actives occupées a enregistré une croissance légèrement inférieure à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.5). La statistique qui recense cette population (SPA0) mesure l'activité sous l'angle des ménages et repose principalement sur l'ESPA.

La statistique de l'emploi (STATEM), quant à elle, évalue l'emploi dans la perspective des entreprises et est basée sur une enquête réalisée auprès de ces dernières. Selon la STATEM, le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps n'a également connu qu'une hausse modérée au quatrième trimestre (voir graphique 3.6). Dans les branches des services et dans l'industrie manufacturière, de nouveaux emplois ont été créés. Dans la construction, l'emploi a reculé.

Graphique 3.4

TAUX DE CHÔMAGE



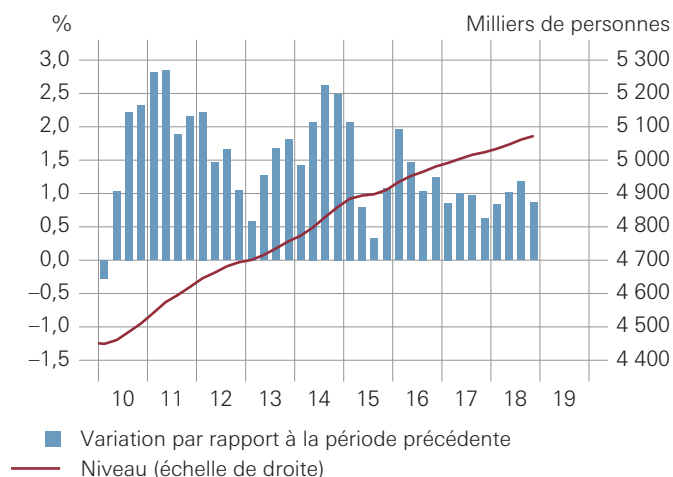
SECO: chômeurs inscrits auprès des offices régionaux de placement, en % des personnes actives d'après les recensements de 2000 et de 2010 et les relevés structurels 2012 à 2014.

OIT: taux de chômage selon la définition de l'Organisation internationale du travail.

Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et SECO.

Graphique 3.5

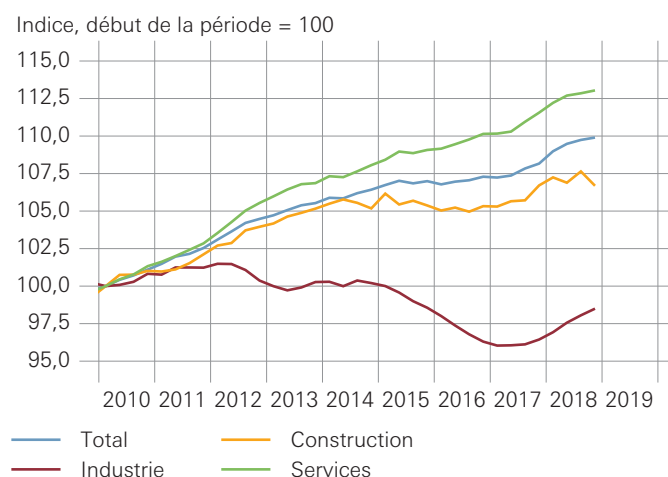
PERSONNES ACTIVES OCCUPÉES



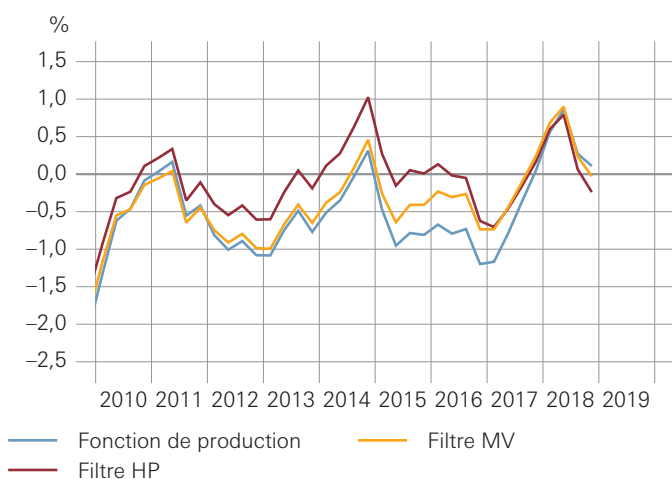
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

Graphique 3.6

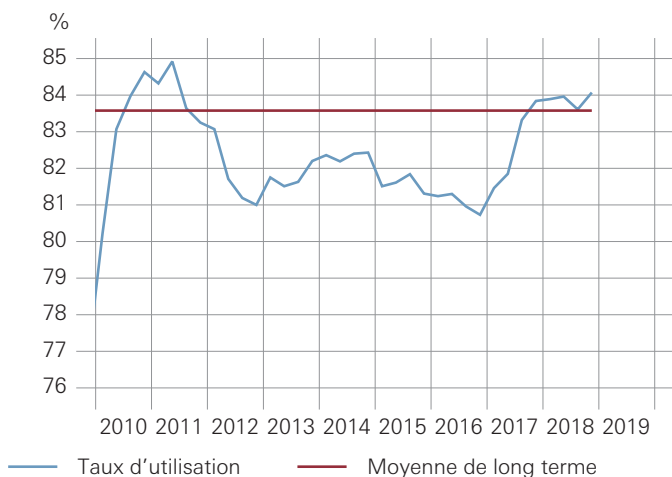
EMPLOIS EN ÉQUIVALENTS PLEIN TEMPS



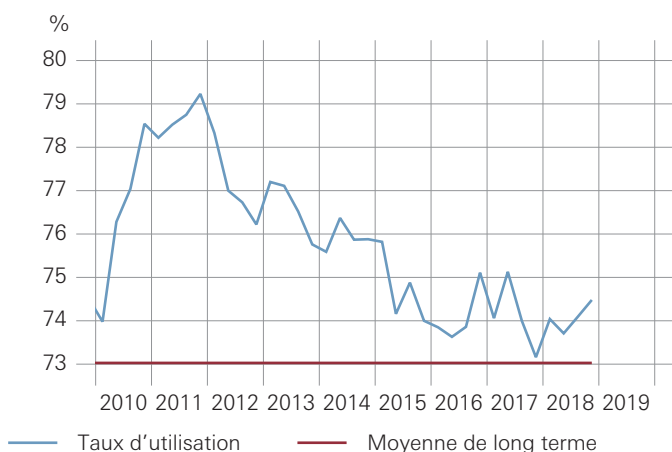
Source: OFS; correction des variations saisonnières: BNS.

ÉCART DE PRODUCTION

Source: BNS.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS L'INDUSTRIE

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DANS LA CONSTRUCTION

Source: KOF.

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION**Ecart de production comblé**

L'écart de production correspond à la différence, exprimée en pourcentage, entre le PIB observé et le potentiel de production estimé pour l'ensemble de l'économie. Il indique le degré d'utilisation des facteurs de production. Les estimations reposant sur les chiffres trimestriels du PIB font apparaître un écart comblé. Selon le potentiel de production estimé à l'aide de la fonction de production, cet écart est de 0,1% au quatrième trimestre, contre 0,3% au trimestre précédent. Avec d'autres méthodes (filtre de Hodrick et Prescott, filtre multivarié), l'écart obtenu est aussi comblé (voir graphique 3.7).

Utilisation satisfaisante des capacités d'après les enquêtes

Les enquêtes indiquent elles aussi une utilisation satisfaisante des facteurs de production. D'après l'enquête du KOF, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie manufacturière s'inscrit en légère hausse au quatrième trimestre pour s'établir à 84,1%, soit un niveau conforme à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.8). Dans la construction, le taux d'utilisation des machines est resté légèrement supérieur à sa moyenne de long terme (voir graphique 3.9). Dans les services, les enquêtes indiquent un taux d'utilisation des capacités techniques légèrement supérieur à la moyenne.

Une raréfaction du personnel se fait sentir. Les enquêtes sur la situation de la main-d'œuvre réalisées dans les différentes branches révèlent que les entreprises font face à des difficultés croissantes pour pourvoir les postes vacants. Dans l'ensemble, les enquêtes sur l'utilisation des facteurs de production donnent une image peu plus positive que les chiffres relatifs à l'écart de production basés sur le PIB.

PERSPECTIVES

Les perspectives pour l'économie suisse restent favorables dans l'ensemble, malgré le récent ralentissement. Même si de nombreux indicateurs, tant pour la Suisse que pour l'étranger, ont encore faibli en début d'année (voir graphique 3.10), la plupart des indicateurs avancés pour la Suisse laissent toujours présager, pour le moins, une dynamique moyenne. Dans l'industrie, une nouvelle amélioration de la situation est attendue et les perspectives d'emploi restent positives (voir graphiques 3.11 et 3.12).

A moyen terme, la BNS s'attend toujours à une solide croissance économique. Premièrement, la conjoncture mondiale telle qu'elle ressort du scénario de base (voir chapitre 2) devrait continuer de contribuer à la demande extérieure. Deuxièmement, la croissance démographique devrait stimuler la demande. Troisièmement, le bas niveau des taux d'intérêt soutient toujours l'activité économique.

Après avoir connu une baisse passagère au cours des deux derniers trimestres, le PIB devrait se redresser au premier trimestre. Pour 2019, la BNS continue de tableur sur une croissance du PIB d'environ 1,5%. Le chômage devrait diminuer, mais uniquement dans une faible mesure, et l'écart de production, rester comblé.

Comme pour l'économie mondiale, les risques pour la Suisse sont toujours orientés à la baisse. Si, contre toute attente, la conjoncture internationale devait fortement ralentir, la Suisse en ressentirait rapidement les effets.

Graphique 3.10

PMI INDUSTRIE, ÉTRANGER

27 pays, en données pondérées par les exportations



Sources: BNS, Fonds monétaire international/Direction of trade statistics (FMI/DOTS) et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 3.11

MARCHE DES AFFAIRES ATTENDUE DANS L'INDUSTRIE

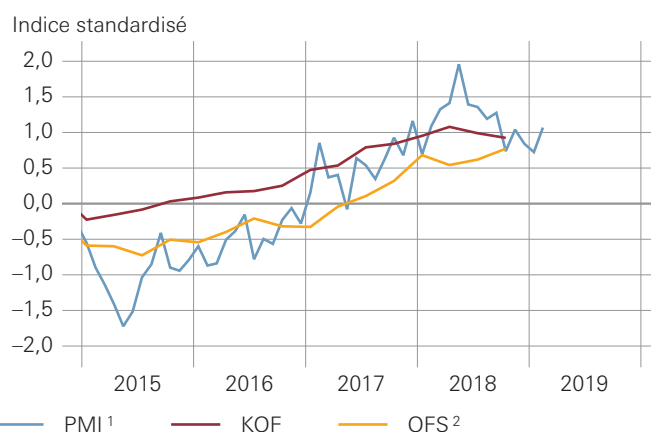
Evolution des anticipations pour les 6 prochains mois



Source: KOF.

Graphique 3.12

INDICATEURS AVANCÉS DE L'EMPLOI



1 Valeurs mensuelles.

2 Correction des variations saisonnières: BNS.

Sources: Credit Suisse, KOF et OFS.

Le renchérissement mesuré par l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) a reculé d'un peu plus d'un demi-point depuis l'été 2018, principalement en raison de l'évolution des prix des produits pétroliers. Les taux d'inflation sous-jacente restent cependant inférieurs au taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC.

Les anticipations d'inflation ont légèrement fléchi ces derniers mois. Comme le renchérissement annuel et les taux d'inflation sous-jacente, elles oscillent dans la zone assimilée à la stabilité des prix, que la BNS définit comme une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

PRIX À LA CONSOMMATION

Recul du taux de renchérissement annuel

Le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC a sensiblement baissé depuis l'été 2018 et s'est établi à 0,6% en janvier et en février 2019 (voir tableau 4.1). Ce fléchissement reflète principalement la contribution décroissante des biens et services importés au renchérissement. En revanche, celle des biens et services suisses est restée plutôt stable (voir graphique 4.1)

Inflation plus faible des biens et services importés

Le renchérissement annuel des biens et services importés a sensiblement faibli ces derniers mois, principalement en raison de l'évolution des prix des produits pétroliers. Ces prix se sont nettement accrus entre mi-2017 et novembre 2018, mais ils ont diminué depuis, s'inscrivant en janvier et en février 2019 presque au même niveau qu'un an auparavant.

Inflation stable des biens et services suisses

Le renchérissement des biens et services suisses est demeuré plutôt stable ces derniers mois. En février 2019, il s'établissait à 0,6%, soit au même niveau que le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC. Les biens suisses se sont certes appréciés plus fortement que les services suisses, mais leur contribution au renchérissement a été légèrement plus faible, car ils pèsent moins dans l'indice (voir graphique 4.2).

Tableau 4.1

INDICE SUISSE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET COMPOSANTES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2018	2018				2018	2019	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
IPC, indice total	0,9	0,7	1,0	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6
Biens et services suisses	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Biens	0,8	0,3	0,8	1,0	1,2	1,1	0,7	1,0
Services	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,5
Services privés (hors loyers des logements)	0,7	0,6	0,6	0,9	0,7	0,6	0,8	0,6
Loyers des logements	0,4	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Services publics	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	0,1	0,0
Biens et services importés	2,4	1,9	2,7	3,0	2,1	1,3	0,5	0,6
Hors produits pétroliers	1,1	1,5	1,2	1,1	0,6	0,6	0,7	0,6
Produits pétroliers	11,9	4,9	13,9	16,6	12,5	6,1	-1,2	0,8

Sources: BNS et OFS.

Renchérissement stable des loyers

Calculé tous les trimestres, le renchérissement des loyers s'établissait en février 2019 à 0,4%, comme trois mois auparavant. Le taux d'intérêt de référence, qui sert de repère pour les adaptations de loyers en fonction des variations des taux hypothécaires, s'élève à 1,5% depuis juin 2017 (voir graphique 4.3).

Inflation sous-jacente légèrement inférieure au taux de renchérissement annuel

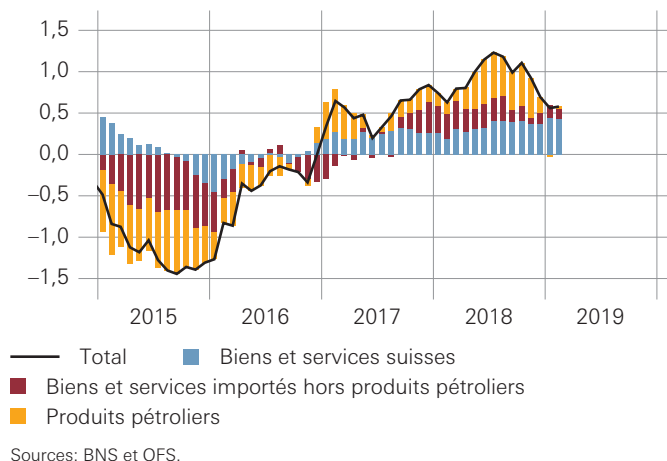
Les taux d'inflation sous-jacente sont encore inférieurs au taux de renchérissement annuel non corrigé mesuré par l'IPC (voir graphique 4.4). Aussi bien la moyenne tronquée calculée par la BNS (TM15) que le taux d'inflation sous-jacente 1 établi par l'OFS (OFS1) s'inscrivaient à 0,4% en février 2019. La diminution de l'écart avec le taux de renchérissement annuel mesuré par l'IPC tenait principalement au fait que l'évolution des prix des produits pétroliers, qui n'ont pas ou guère d'influence sur les taux d'inflation sous-jacente, a ralenti.

L'OFS1 et la TM15 reposent sur un panier réduit: chaque mois, l'OFS1 laisse de côté l'énergie, les carburants ainsi que les produits frais et saisonniers, alors que la TM15 exclut du panier les produits dont les prix ont enregistré les plus fortes variations à la hausse et à la baisse (15% dans les deux cas) sur les douze derniers mois.

Graphique 4.1

IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

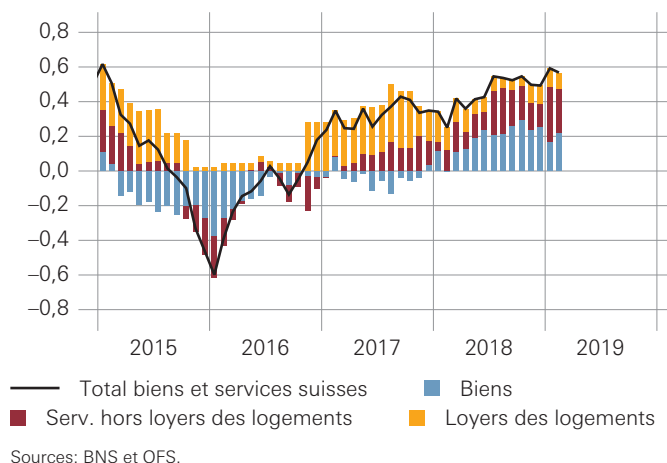
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.2

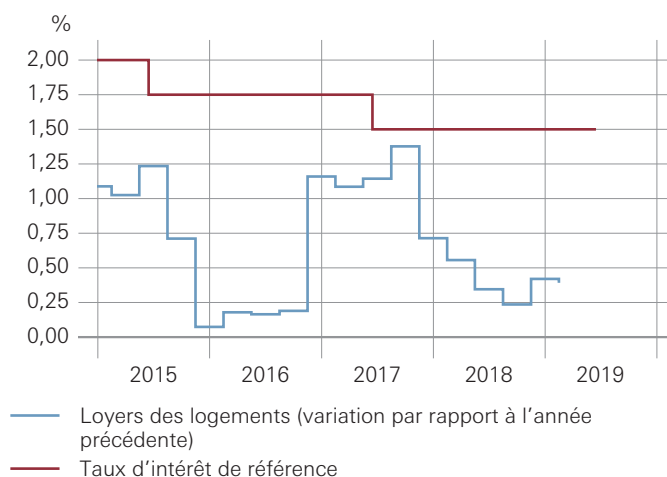
IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES

Variation en % de l'IPC hors importations par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Graphique 4.3

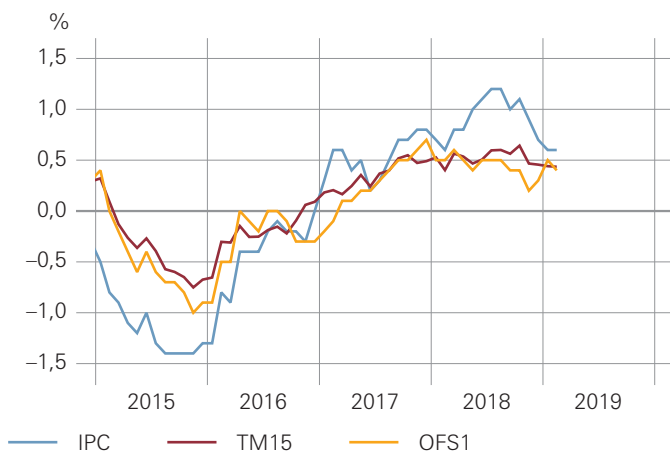
LOYERS DES LOGEMENTS



Graphique 4.4

INFLATION SOUS-JACENTE

Variation par rapport à l'année précédente

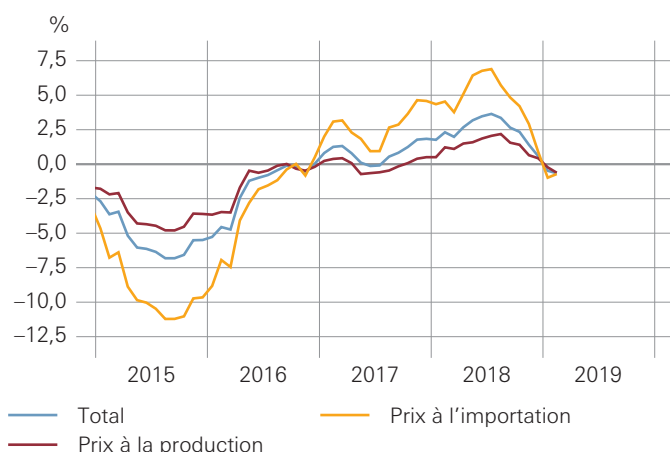


Sources: BNS et OFS.

Graphique 4.5

PRIX DE L'OFFRE TOTALE

Variation par rapport à l'année précédente

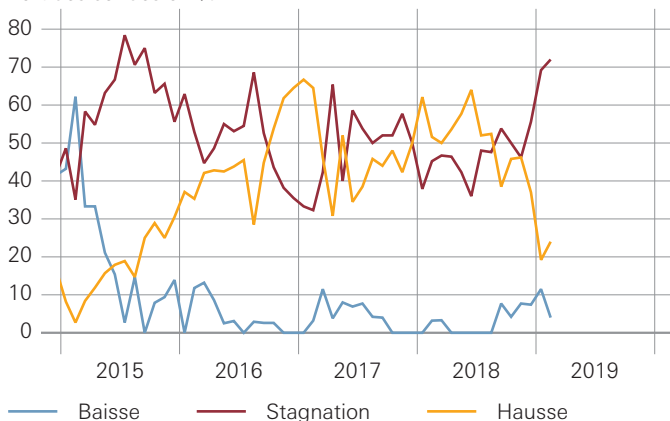


Source: OFS.

Graphique 4.6

ENQUÊTE CS-CFA: ANTICIPATIONS D'INFLATION À 6 MOIS

Part des sondés en %



Sources: CFA Society Switzerland et Credit Suisse.

PRIX À LA PRODUCTION ET À L'IMPORTATION**Prix de l'offre totale: baisse de l'inflation**

L'inflation annuelle enregistrée du côté des prix de l'offre totale s'inscrivait à $-0,7\%$ en février 2019 (voir graphique 4.5). Les prix tant à la production qu'à l'importation sont légèrement inférieurs à ceux d'il y a un an. Sous l'influence des prix du pétrole, le recul du taux de renchérissement a été beaucoup plus marqué pour les biens et services importés que pour les biens et services suisses.

ANTICIPATIONS D'INFLATION**Anticipations d'inflation conformes à la stabilité des prix**

Selon les enquêtes, les anticipations d'inflation à court terme ont légèrement fléchi ces derniers mois, mais demeurent conformes à l'objectif de stabilité des prix, que la BNS assimile à une hausse annuelle de l'IPC de moins de 2%.

Fléchissement des anticipations d'inflation à court terme

Selon l'enquête mensuelle sur le marché financier suisse réalisée par le Credit Suisse et CFA Society Switzerland, la grande majorité des analystes interrogés en février 2019 tablaient sur des taux d'inflation inchangés (voir graphique 4.6). Cette opinion a donc sensiblement progressé au cours des derniers mois. En novembre 2018, alors que le taux d'inflation dépassait encore de plus d'un demi-point son niveau de février 2019, la part des personnes interrogées qui misaient sur des taux d'inflation inchangés était comparable à celle des personnes qui s'attendaient à une hausse des taux d'inflation.

Les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale mènent avec des chefs d'entreprise de tous les secteurs économiques indiquent également des anticipations d'inflation à court terme en léger repli. Au premier trimestre 2019, les personnes interrogées prévoyaient un renchérissement annuel moyen de $0,5\%$ pour les six à douze prochains mois, alors qu'au trimestre précédent, elles partaient d'un taux de $0,8\%$.

L'enquête trimestrielle menée par le SECO auprès des ménages concernant l'évolution des prix attendue pour les douze prochains mois a donné pratiquement les mêmes résultats en janvier 2019 qu'au trimestre précédent. Un peu plus de la moitié des personnes interrogées s'attendaient à une hausse des prix, tandis qu'environ deux cinquièmes d'entre elles tablaient sur des prix inchangés et qu'un très petit nombre escomptait une baisse des prix.

Anticipations à plus long terme légèrement supérieures à celles à court terme

Les anticipations d'inflation à plus long terme demeurent légèrement supérieures à celles à court terme. Les chefs d'entreprise interrogés au premier trimestre par les délégués de la BNS tablent sur un taux d'inflation de $0,9\%$ dans les trois à cinq ans (trimestre précédent: $1,1\%$).

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 13 décembre 2018, la BNS a décidé de maintenir inchangé le cap de sa politique monétaire. Celle-ci a ainsi continué de reposer sur le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et sur la disposition de cette dernière à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Ces trois derniers mois, les taux d'intérêt sont restés inchangés sur le marché monétaire, mais ont légèrement fléchi pour les échéances longues sur le marché des capitaux après la révision à la baisse des anticipations concernant l'évolution des taux directeurs dans les principales zones monétaires. Ainsi, la courbe des taux des emprunts de la Confédération s'est de nouveau légèrement aplatie. Mi-mars, les rendements des emprunts d'une durée inférieure à seize ans s'inscrivaient dans la zone négative.

Sur le marché des changes, le franc s'est quelque peu déprécié face à la plupart des monnaies. La valeur extérieure du franc en termes réels pondérés par le commerce extérieur a elle aussi reculé légèrement. Le franc demeure néanmoins à un niveau élevé.

Comme au trimestre précédent, l'agrégat monétaire M3 et les crédits bancaires ont affiché une croissance modérée.

MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉES DEPUIS MI-DÉCEMBRE

Politique monétaire toujours expansionniste

Lors de son examen de la situation économique et monétaire du 13 décembre 2018, la BNS a confirmé le cap de sa politique monétaire expansionniste. Elle a décidé de maintenir la marge de fluctuation du Libor à trois mois entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. De même, elle a laissé inchangé à $-0,75\%$ le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui dépassent un certain montant exonéré. La Banque nationale a par ailleurs réaffirmé qu'elle continuerait à intervenir au besoin sur le marché des changes en tenant compte de la situation pour l'ensemble des monnaies.

Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à réduire les pressions à la hausse sur le franc. La politique monétaire de la BNS aide de la sorte à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique.

Avoirs à vue à la BNS pratiquement inchangés

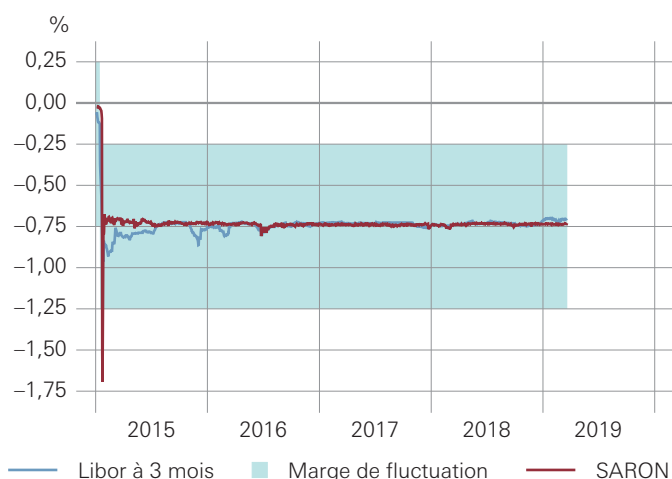
Depuis mi-décembre 2018, les avoirs à vue détenus à la BNS sont restés pratiquement inchangés. Dans la semaine du 11 au 15 mars 2019 (la dernière semaine avant l'examen de mi-mars), ils portaient sur 576 milliards de francs et se situaient donc quasiment au même niveau que durant la semaine qui a précédé l'examen de mi-décembre 2018 (576,4 milliards). Entre mi-décembre 2018 et mi-mars 2019, ils s'établissaient en moyenne à 575,8 milliards de francs. De ce montant, 484,9 milliards de francs revenaient aux avoirs en comptes de virement des banques résidentes; le solde, soit 90,9 milliards, était constitué des autres avoirs à vue.

Niveau élevé des réserves excédentaires des banques

Les réserves minimales que les banques doivent détenir en vertu des dispositions légales affichaient un niveau moyen de 17 milliards de francs pour la période allant du 20 novembre 2018 au 19 février 2019. Dans l'ensemble, les banques dépassaient d'environ 465,6 milliards de francs l'exigence légale (période précédente: 459,2 milliards). Leurs réserves excédentaires sont donc toujours très élevées.

Graphique 5.1

TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 5.2

RENDEMENT DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX À 10 ANS

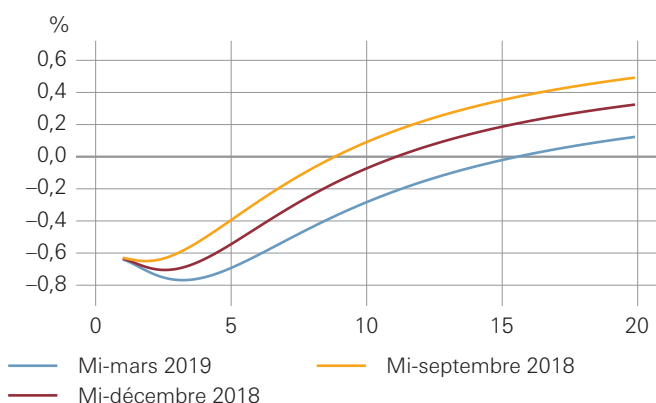


Source: BNS.

Graphique 5.3

STRUCTURE DES TAUX D'INTÉRÊT DES EMPRUNTS DE LA CONFÉDÉRATION

Durée en années (axe des abscisses); méthode Nelson-Siegel-Svensson



Source: BNS.

TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

Taux d'intérêt inchangés sur le marché monétaire

Depuis l'examen de mi-décembre 2018 comme auparavant, les taux d'intérêt sur les opérations gagées (par exemple SARON) et sur les opérations non gagées (par exemple Libor à trois mois) sont toujours demeurés proches de $-0,75\%$, soit le taux d'intérêt appliqué depuis janvier 2015 aux avoirs à vue à la BNS (voir graphique 5.1).

Recul des taux d'intérêt sur le marché des capitaux

Contrairement à la tendance affichée par les taux d'intérêt sur le marché monétaire, les taux d'intérêt à long terme sur le marché des capitaux ont reculé. Le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération s'est ainsi inscrit à $-0,3\%$, après avoir évolué dans une fourchette de $-0,2\%$ à $0,2\%$ pendant près de deux ans (voir graphique 5.2).

Le recul des rendements des obligations de la Confédération est allé de pair avec un repli des taux d'intérêt à long terme dans d'autres zones monétaires. Ce repli s'explique en grande partie par les déclarations de la Réserve fédérale des Etats-Unis, qui ont incité les acteurs du marché à revoir à la baisse leurs anticipations concernant l'évolution du taux directeur américain. Cette révision a entraîné une correction des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis. Les taux d'intérêt à long terme des autres zones monétaires ont suivi cette évolution.

Aplatissement de la courbe des taux

Compte tenu du niveau inchangé des taux d'intérêt à court terme, le repli des taux d'intérêt à long terme s'est traduit par un aplatissement de la courbe des taux des emprunts de la Confédération (voir graphique 5.3). Mi-mars, les rendements des emprunts d'une durée inférieure à seize ans s'inscrivaient dans la zone négative.

Bas niveau des taux d'intérêt réels

Les taux d'intérêt réels jouent un rôle décisif dans les décisions d'investissement des entreprises et des ménages. L'évolution de la courbe des taux des emprunts fédéraux, associée aux anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent des enquêtes, laisse supposer que les taux d'intérêt réels se maintiennent à un niveau historiquement bas.

COURS DE CHANGE

Le franc plutôt stable face à l'euro et au dollar des Etats-Unis

Entre l'examen de mi-décembre 2018 et les premiers jours de janvier 2019, le franc s'est tout d'abord quelque peu raffermi face à la plupart des monnaies dans un contexte d'incertitudes croissantes sur les marchés financiers internationaux. La détente amorcée début janvier a ensuite entraîné une dépréciation du franc.

Dans l'ensemble, la valeur du franc a peu fluctué vis-à-vis de l'euro et du dollar des Etats-Unis. Entre l'examen de mi-décembre 2018 et celui de mi-mars 2019, le franc a reculé de 0,5% face à l'euro et de 0,7% face au dollar des Etats-Unis (voir graphique 5.4).

Léger affaiblissement de la valeur du franc pondérée par le commerce extérieur

Sur une base nominale pondérée par le commerce extérieur, le franc s'est déprécié de 1,5% au total entre mi-décembre 2018 et mi-mars 2019. Cette évolution reflète pour une part la légère baisse du franc face à l'euro et au dollar des Etats-Unis, qui représentent à eux deux une pondération d'environ 55% dans l'indice, mais aussi sa dépréciation plus marquée vis-à-vis de la livre sterling (5%, pondération de 9% dans l'indice) et du renminbi (3%, pondération de 9% dans l'indice). Mi-mars, la valeur extérieure du franc en termes nominaux se situait approximativement au même niveau que début novembre 2018 (voir graphique 5.5).

Valeur extérieure du franc toujours élevée en termes réels

La dépréciation du franc en termes nominaux s'est traduite par un recul de sa valeur extérieure en termes réels pondérés par le commerce extérieur. Le graphique 5.6 présente l'évolution de trois indices. Ceux-ci se situent actuellement plus ou moins au même niveau qu'entre 2012 et 2014, alors que prévalait le cours plancher. Par rapport à sa moyenne de long terme, le franc demeure à un niveau élevé.

Graphique 5.4

COURS DU DOLLAR ET DE L'EURO EN FRANC



Source: BNS.

Graphique 5.5

VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES NOMINAUX



Source: BNS.

Graphique 5.6

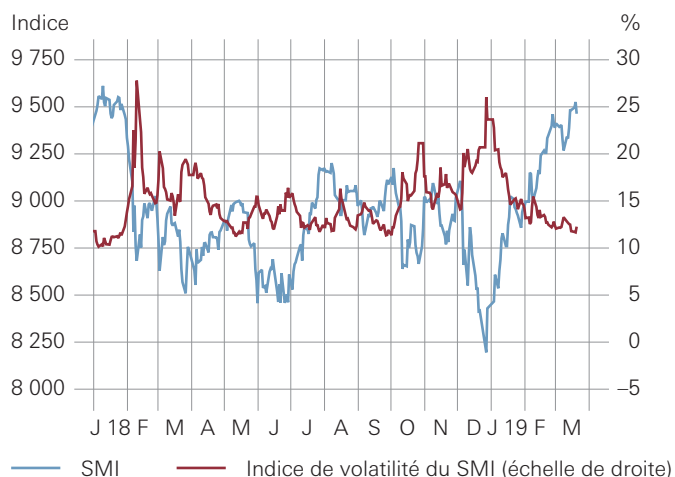
VALEUR EXTÉRIÈRE DU FRANC EN TERMES RÉELS



Sources: Banque des Règlements Internationaux (BRI), BNS et FMI.

Graphique 5.7

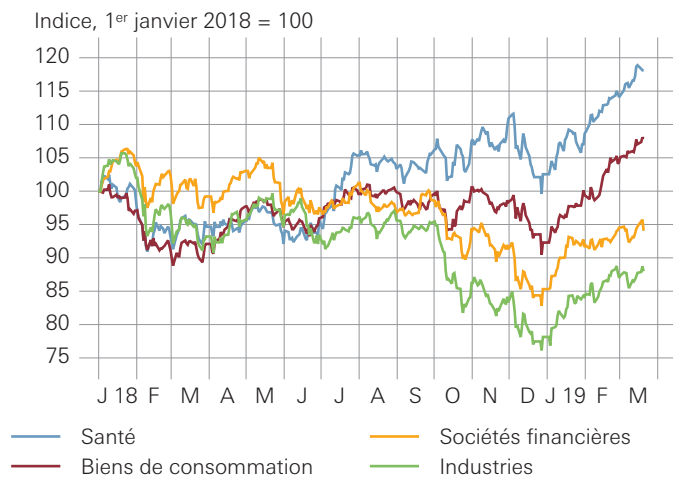
COURS DES ACTIONS ET VOLATILITÉ



Sources: Bloomberg et Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.8

SPI – ÉVOLUTION DE QUELQUES BRANCHES

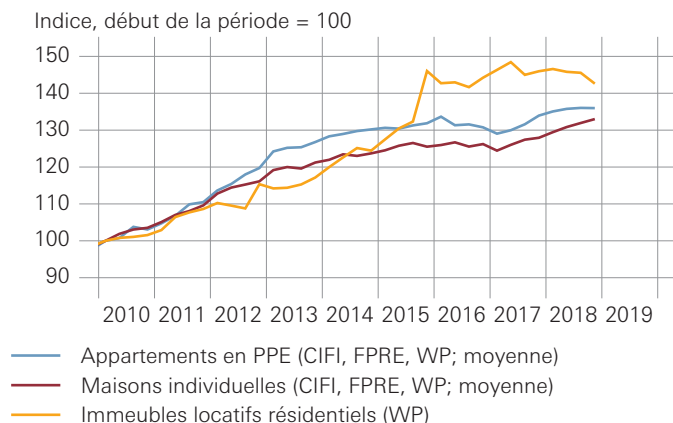


Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 5.9

PRIX DES TRANSACTIONS POUR L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

En termes nominaux (méthode hédoniste)



Sources: CIFI, Fahländer Partner Raumentwicklung (FPRE) et Wüest Partner (WP).

COURS DES ACTIONS ET PRIX DE L'IMMOBILIER

Raffermissement du cours des actions suisses

Après les fortes baisses enregistrées en décembre 2018, les cours des actions se sont redressés dans le monde entier début 2019. L'estimation selon laquelle les taux d'intérêt devraient demeurer dans la plupart des pays à un niveau bas plus longtemps qu'escompté a contribué à cette amélioration. Le Swiss Market Index (SMI) a suivi cette tendance mondiale et s'inscrivait mi-mars près de 8% au-dessus de son niveau de mi-décembre 2018 (voir graphique 5.7).

Hausse temporaire de l'incertitude sur le marché

L'indice de volatilité, qui est calculé à partir des options sur des contrats à terme portant sur le SMI, permet de mesurer l'incertitude des investisseurs sur le marché des actions (voir graphique 5.7). Il a fortement augmenté lors de la chute des cours des actions enregistrée en décembre. En janvier, le redressement des cours s'est traduit par un recul de l'indice de volatilité.

Evolution des indices sectoriels

Le graphique 5.8 présente l'évolution des principaux sous-indices du Swiss Performance Index (SPI) élargi. Le redressement des cours des actions d'entreprises suisses reposait sur une large assise. Les cours ont ainsi enregistré une hausse dans toutes les branches depuis début janvier. Cette reprise a été la moins marquée auprès des sociétés financières.

Léger recul des prix des immeubles locatifs résidentiels

Selon les indices des prix des transactions disponibles pour l'immobilier résidentiel, les prix des immeubles locatifs résidentiels (objets résidentiels de rendement) ont légèrement reculé au quatrième trimestre 2018, tandis que ceux des appartements en propriété par étage (PPE) et des maisons individuelles ont encore augmenté (voir graphique 5.9).

Par rapport à leur moyenne de long terme, les prix de l'immobilier résidentiel demeurent à un niveau élevé.

Monnaie centrale largement stable

La monnaie centrale, c'est-à-dire les billets en circulation et les avoirs que les banques résidentes détiennent en comptes de virement à la BNS, est restée largement stable depuis mi-2017. En février 2019, elle s'inscrivait à 570,9 milliards de francs en moyenne (voir graphique 5.10).

Les avoirs en comptes de virement des banques résidentes ont présenté de légères fluctuations, comme les autres avoirs à vue détenus à la BNS. Cependant, le total des avoirs à vue à la BNS est demeuré pratiquement inchangé.

Croissance plus lente des billets en circulation

La croissance des billets en circulation a continué de faiblir durant les derniers mois (voir graphique 5.11). En février, ceux-ci ne dépassaient plus leur niveau de février 2018 que de 0,9%. La demande de billets de 1000 francs était même légèrement inférieure à celle observée un an auparavant.

Il ressort du graphique 5.11 que le taux de croissance des billets en circulation a affiché une forte hausse temporaire à deux reprises au cours des dix dernières années. La hausse enregistrée en 2011 et 2012 s'expliquait essentiellement par la progression marquée de l'incertitude induite par la crise de la dette souveraine en Europe. En 2015, la progression tenait à l'introduction du taux d'intérêt négatif.

Croissance stable des agrégats au sens large

La croissance des agrégats monétaires M1, M2 et M3 s'est légèrement accélérée depuis octobre 2018, une évolution en phase avec le repli des taux d'intérêt à long terme. En février 2019, les agrégats M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions), M2 (M1 plus les dépôts d'épargne) et M3 (M2 plus les dépôts à terme) ont dépassé de respectivement 5,1%, 3,3% et 3,5% leur niveau de février 2018 (voir tableau 5.1). A l'exception des dépôts d'épargne, qui ont de nouveau légèrement fléchi, tous les autres dépôts ont progressé durant la même période.

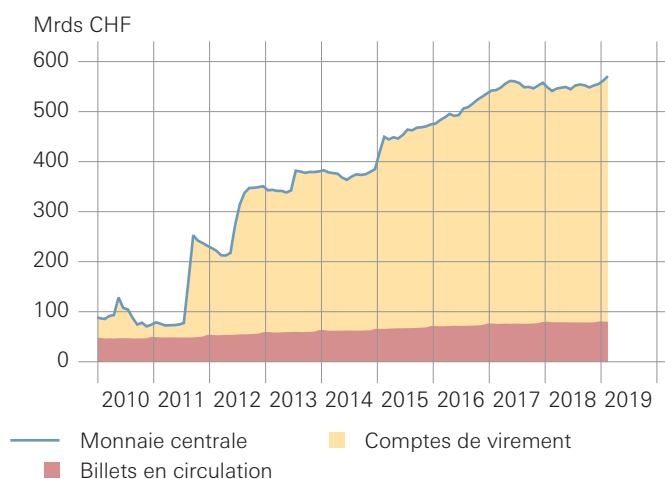
Croissance plus forte des créances hypothécaires

Au quatrième trimestre 2018, les crédits bancaires ont continué de progresser de 3,4% en comparaison annuelle, comme aux deux trimestres précédents (voir tableau 5.1). Alors que la croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement accélérée, celle des autres crédits a fléchi.

Les créances hypothécaires des banques, qui constituent 85% environ de l'ensemble des crédits bancaires accordés à des clients résidents, ont progressé de 3,1% entre le quatrième trimestre 2017 et le quatrième trimestre 2018. Après avoir diminué de moitié entre 2012 et 2015, puis s'être stabilisé, le rythme de croissance des prêts hypothécaires a donc de nouveau légèrement augmenté (voir graphique 5.12). La demande de prêts hypothécaires reste soutenue par le bas niveau des taux, qui demeurent proches de leur plancher historique. Le taux hypothécaire à dix ans s'inscrivait à 1,6% en janvier 2019.

Graphique 5.10

MONNAIE CENTRALE



Source: BNS.

Graphique 5.11

BILLETS EN CIRCULATION

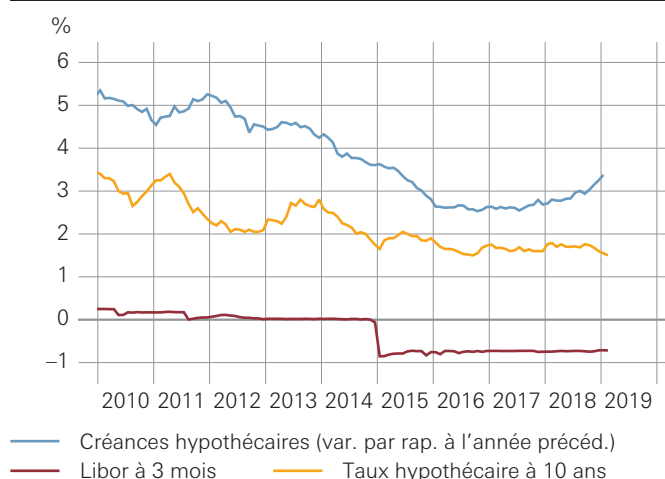
Variation par rapport à l'année précédente



Source: BNS.

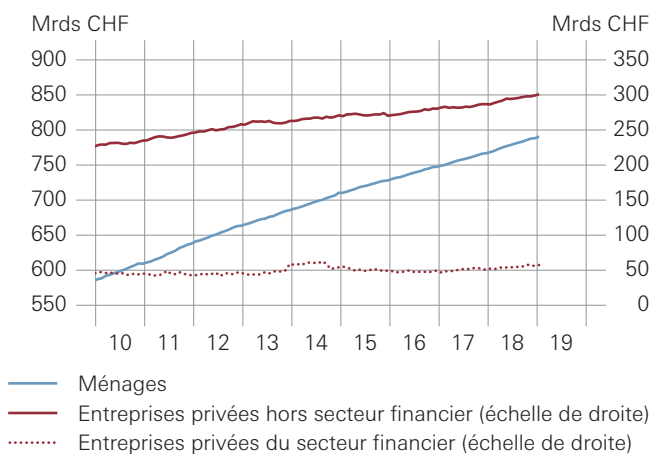
Graphique 5.12

CRÉANCES HYPOTHÉCAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT



Sources: Bloomberg et BNS.

CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES



Source: BNS.

Croissance des crédits par secteurs

Les ménages comme les entreprises non financières ont bénéficié de conditions de financement favorables depuis le début de la crise économique et financière, ce qui s'est traduit par une progression constante des crédits bancaires accordés à ces deux importants segments de clientèle (voir graphique 5.13).

Fin décembre 2018, les crédits aux ménages, constitués à 96% de prêts hypothécaires, dépassaient de 21,5 milliards de francs, ou de 2,8%, le niveau observé un an auparavant. De leur côté, les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 12,5 milliards de francs (+4,3%) sur la même période. Quant aux crédits aux entreprises financières, qui portent sur un volume nettement moins élevé et se distinguent par leur relative volatilité, ils ont progressé de 5,4 milliards de francs ou de 10,7%.

Tableau 5.1

AGRÉGATS MONÉTAIRES ET CRÉDITS BANCAIRES

Variation en % par rapport à l'année précédente

	2018	2018				2018	2019	
		T1	T2	T3	T4	Décembre	Janvier	Février
M1	5,8	7,3	5,9	5,0	5,1	5,5	5,0	5,1
M2	3,2	4,1	3,1	2,6	3,1	3,5	3,1	3,3
M3	2,9	3,6	2,8	2,4	2,8	3,1	3,2	3,5
Crédits bancaires, total ^{1,3}	3,3	2,9	3,4	3,4	3,4	3,5	3,8	
Créances hypothécaires ^{1,3}	2,9	2,8	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	
Ménages ^{2,3}	2,6	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	
Entreprises du secteur privé ^{2,3}	3,8	3,4	3,4	3,8	4,4	4,7	5,1	
Autres crédits ^{1,3}	5,4	3,4	7,0	6,2	5,1	4,9	5,9	
gagés ^{1,3}	3,9	3,1	8,0	3,9	0,6	-1,3	0,4	
non gagés ^{1,3}	6,6	3,6	6,3	7,9	8,5	9,7	10,1	

1 Bilans mensuels (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

2 Statistique sur l'encours des crédits (comptoirs en Suisse, positions vis-à-vis d'entités résidentes non bancaires, libellées dans toutes les monnaies).

3 Les taux de croissance des crédits bancaires et de leurs composantes tiennent compte des informations fournies par les banques sur des modifications de leur pratique en matière de saisie des données. Ils peuvent donc différer des taux de croissance indiqués dans le portail de données data.snb.ch.

Source: BNS.

Signaux conjoncturels

Résultats des entretiens menés par la BNS
avec les entreprises

1^{er} trimestre 2019

Rapport des délégués aux relations avec l'économie régionale destiné à la Direction générale de la BNS pour l'examen trimestriel de la situation.

Les appréciations présentées ci-après reposent sur les informations recueillies auprès de décideurs économiques de toute la Suisse. Au total, 243 entretiens ont eu lieu avec des représentants d'entreprises entre mi-janvier et début mars.

Régions

Fribourg, Vaud et Valais
Genève, Jura et Neuchâtel
Mittelland
Suisse centrale
Suisse du Nord-Ouest
Suisse italienne
Suisse orientale
Zurich

Délégués

Aline Chabloz
Jean-Marc Falter
Roland Scheurer
Gregor Bäurle
Daniel Hanimann
Fabio Bossi
Urs Schönholzer
Rita Kobel

L'essentiel en bref

- Au premier trimestre, l'économie suisse enregistre une croissance stable, qui repose sur une large assise tant sous l'angle des branches que sous celui des régions. La tendance au ralentissement observée au cours des précédents trimestres ne s'est pas poursuivie. Pour de nombreuses entreprises, 2018 aura été une année record.
- L'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles est toujours conforme à la normale. Dans l'industrie, les goulets d'étranglement se font un peu plus rares. Le recrutement du personnel qualifié demeure toutefois difficile.
- Dans l'ensemble, les marges bénéficiaires sont légèrement inférieures au niveau considéré comme habituel. Il existe cependant des différences considérables d'une branche à l'autre.
- Les entreprises restent confiantes pour les deux prochains trimestres, mais les incertitudes se sont quelque peu renforcées.
- Les entreprises prévoient d'engager davantage de personnel. Elles ont également l'intention d'accroître leurs dépenses allouées aux constructions et aux investissements en biens d'équipement.

SITUATION ACTUELLE

Croissance stable

La conjoncture s'est montrée solide au premier trimestre. La hausse des chiffres d'affaires en termes réels (c'est-à-dire corrigés de la variation des prix de vente) des entreprises par rapport au quatrième trimestre 2018 est comparable à celle enregistrée durant la même période de l'année précédente (voir graphique 1; pour l'interprétation des graphiques, voir les informations figurant à la fin du rapport). Le ralentissement de la dynamique conjoncturelle observé au second semestre 2018 ne s'est donc pas poursuivi.

Les chiffres d'affaires affichent une évolution satisfaisante, tant sur le marché intérieur qu'à l'exportation. La répartition géographique de la demande est toujours très diversifiée. La marche des affaires avec l'Asie (notamment la Chine, l'Inde, le Japon, la Corée du Sud et l'Indonésie) et les Etats-Unis est dynamique. Les signaux venant de l'Europe sont majoritairement positifs, mais plus hétérogènes qu'auparavant, en particulier pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni. Les activités des fournisseurs de biens d'équipement, de biens destinés au secteur des technologies médicales ainsi que de produits chimiques et pharmaceutiques conservent leur vitalité.

Utilisation des capacités de production conforme à la normale

Le taux d'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles est – depuis maintenant deux ans – à peu près conforme à la normale (voir graphique 2). Près de la moitié des entreprises se trouvent dans cette situation, tandis que l'autre moitié enregistre soit une légère surutilisation (un quart), soit une légère sous-utilisation (également un quart). Dans l'industrie, des difficultés

d'approvisionnement ponctuelles et des délais de livraison parfois longs continuent de poser problème.

Effectifs toujours légèrement insuffisants

Les interlocuteurs considèrent leurs effectifs comme un peu trop limités. La situation s'est toutefois quelque peu détendue par rapport au trimestre précédent, notamment dans les services. Au total, 26% des entreprises décrivent leurs effectifs comme légèrement, voire nettement trop faibles, contre 32% au quatrième trimestre 2018.

La pénurie de personnel qualifié compte toujours parmi les préoccupations majeures de nombreuses entreprises. Dans toutes les branches, à l'exception du secteur financier, le recrutement est jugé plus ardu que d'habitude. A ce propos, les entreprises constatent que le nombre de candidatures spontanées a diminué et que le taux de rotation du personnel a augmenté; en outre, les offres d'emploi suscitent très peu de candidatures. Les spécialistes en technologies de l'information et les ingénieurs font partie des catégories professionnelles les plus recherchées. L'éventail de métiers nécessitant des compétences dans les technologies de l'information ne cesse de s'élargir.

Marges inchangées

Les marges bénéficiaires sont restées relativement stables. Elles sont toujours quelque peu inférieures au niveau considéré comme habituel par les interlocuteurs. Les disparités observées entre l'industrie et les services se sont largement estompées. Dans le secteur de la construction, en revanche, les marges sont toujours plus faibles que celles enregistrées dans les deux autres domaines d'activité. Les pressions sur les marges sont liées notamment à des augmentations de coûts qui ne peuvent pas être entièrement répercutées sur les consommateurs.

Graphique 1

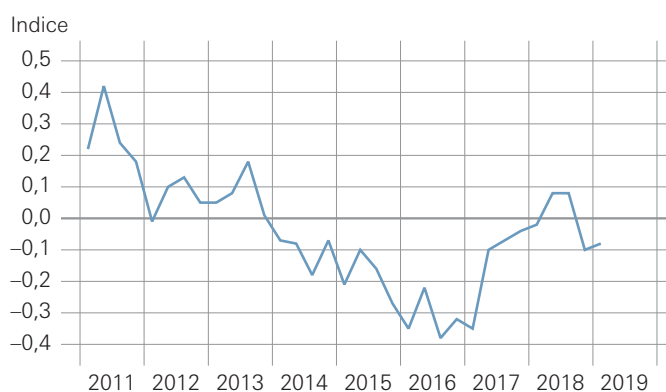
CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE



Evolution des chiffres d'affaires, en termes réels, par rapport au trimestre précédent. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution. Source: BNS.

Graphique 2

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION



Utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles par rapport au niveau normal. Les valeurs positives indiquent une utilisation supérieure et les négatives, une utilisation inférieure à la normale. Source: BNS.

ÉVOLUTION OBSERVÉE DANS LES DIFFÉRENTES BRANCHES

Dans le commerce, les chiffres d'affaires en termes réels sont légèrement supérieurs à ceux du trimestre précédent. Cela est dû à l'évolution constatée dans le commerce de gros, et plus particulièrement dans le commerce automobile. En effet, des difficultés de livraison de l'industrie automobile allemande avaient entravé l'évolution des chiffres d'affaires des concessionnaires automobiles au trimestre précédent. Dans le commerce de détail, les chiffres d'affaires sont stables et les infrastructures opérationnelles restent nettement sous-utilisées. Le commerce traditionnel ressent les effets de la forte concurrence de la vente en ligne, ce qui pèse sur les marges.

Les entreprises de transport et de logistique affichent une marche des affaires extrêmement positive qui se traduit par une forte hausse des chiffres d'affaires et une bonne utilisation des capacités. Le fléchissement de la demande habituellement attendu au premier trimestre par certaines entreprises de la branche n'a pas été observé jusqu'ici.

Les banques profitent de la reprise boursière, mais enregistrent des marges clairement inférieures aux valeurs jugées normales. Cela tient en partie au resserrement continu de l'écart entre les intérêts actifs et passifs ainsi qu'aux frais occasionnés par la mise en œuvre de la réglementation et de la numérisation.

Les représentants de l'hôtellerie et de la restauration tirent un bilan très positif de l'année 2018. Au premier trimestre, les chiffres d'affaires ont atteint un niveau identique à celui du trimestre précédent, en particulier grâce à des conditions météorologiques particulièrement favorables et à un enneigement exceptionnel. Dans les hôtels comme dans les entreprises de restauration, les marges sont supérieures aux valeurs habituelles. Les hôtels et les sociétés de remontées mécaniques ont observé une légère hausse du nombre de touristes étrangers. En revanche, la demande semble s'essouffler dans les hôtels offrant une infrastructure destinée à l'organisation de séminaires.

Les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication font preuve d'une activité très florissante, dont témoignent des chiffres d'affaires en forte hausse et des marges dans les normes. La branche enregistre une vive demande de la part de l'industrie, des banques et du secteur public. Outre la mise en œuvre de la numérisation, les mesures prises dans le domaine de la cybersécurité sont un moteur important pour les activités liées aux technologies de l'information.

L'évolution des chiffres d'affaires est toujours positive pour les bureaux d'ingénieurs et d'architectes, les agences de voyage et les sociétés fournissant des services relatifs aux bâtiments. Ces dernières affichent cependant des marges nettement inférieures à la normale en raison d'une concurrence très rude.

Dans l'industrie, la plupart des branches – à l'exception des fabricants de cartons et d'emballages – ont réalisé des chiffres d'affaires plus élevés qu'au trimestre précédent. Dans l'industrie chimique et pharmaceutique ainsi que dans l'industrie de transformation des métaux, la marche des affaires se révèle particulièrement dynamique. Hormis les fabricants d'instruments de précision et quelques entreprises de sous-traitance de l'industrie horlogère, les entreprises industrielles font état d'une utilisation des capacités conforme à la normale. Les fournisseurs de l'industrie automobile perçoivent les effets de rattrapage résultant de la baisse des commandes observée aux trimestres précédents.

Dans la construction, la marche des affaires est très dynamique. Les chiffres d'affaires en données corrigées des variations saisonnières sont supérieurs à ceux du trimestre précédent en raison de l'évolution enregistrée dans le bâtiment et le second œuvre. Les capacités de production restent légèrement surutilisées dans le génie civil et le second œuvre, mais ce n'est plus le cas dans le bâtiment. Les marges sont toujours sous pression malgré des carnets de commande bien remplis. Quelques interlocuteurs sont préoccupés de voir l'activité de construction se poursuivre en dépit du nombre déjà élevé de logements vacants dans certaines régions.

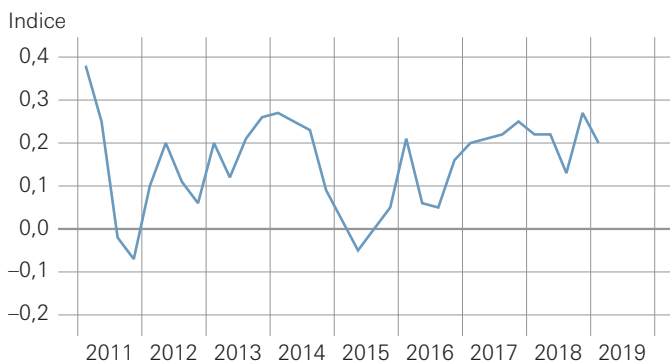
Graphique 3

CHIFFRES D'AFFAIRES – ÉVOLUTION ATTENDUE

Evolution attendue des chiffres d'affaires, en termes réels, pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 4

UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION – ÉVOLUTION ATTENDUE

Evolution attendue de l'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

Graphique 5

ÉVOLUTION ATTENDUE DES EFFECTIFS

Evolution attendue des effectifs pour les deux prochains trimestres. Les valeurs positives indiquent une augmentation et les négatives, une diminution.

Source: BNS.

PERSPECTIVES**Optimisme modéré pour 2019**

Les interlocuteurs jugent les perspectives commerciales généralement positives pour les deux prochains trimestres. Par rapport aux trimestres précédents, les attentes sont toutefois un peu plus modérées. Cela tient, d'une part, à l'identification de risques un peu plus importants à moyen terme et, d'autre part, au fait que les entreprises considèrent comme irréaliste de pouvoir maintenir le même niveau de dynamisme qu'en 2018 dans la marche des affaires. Partant, quelques-unes saluent même la survenue d'un certain ralentissement.

Les entreprises tablent dans l'ensemble sur une augmentation des chiffres d'affaires en termes réels (voir graphique 3). Cet optimisme repose sur une conjoncture nationale et internationale toujours jugée favorable, sur l'état des commandes, satisfaisant voire supérieur à la moyenne, et sur des capacités de production axées sur l'efficacité. Les interlocuteurs voient des chances dans la recherche de débouchés supplémentaires et le lancement de nouveaux produits.

Les entreprises s'attendent à une légère augmentation de l'utilisation des capacités techniques de production et des infrastructures opérationnelles au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 4).

La faiblesse persistante des taux d'intérêt favorise les investissements. Dans toutes les branches, les entreprises prévoient d'accroître légèrement les dépenses consacrées aux biens d'équipement au cours des douze prochains mois, ou tout au moins de les maintenir au niveau actuel. Comme aux trimestres précédents, près d'un tiers des entreprises indiquent qu'un investissement dans les biens d'équipement leur permet d'élargir leurs capacités de production de façon ciblée. Dans les services, en particulier, les entreprises ont en outre l'intention d'augmenter leurs investissements en constructions.

Légère hausse des prix d'achat attendue

Les interlocuteurs prévoient, pour les deux prochains trimestres, une légère hausse des prix d'achat et une augmentation à peine perceptible des prix de vente. La hausse des prix la plus marquée devrait être enregistrée dans l'industrie. La progression attendue des prix d'achat s'explique par le renchérissement persistant – quoique léger – des matières premières et par une utilisation des capacités satisfaisante du côté des fournisseurs. Dans le commerce de détail, en revanche, les interlocuteurs anticipent des prix de vente et d'achat en légère baisse.

Nouvel accroissement des effectifs

La perspective d'une marche des affaires toujours aussi favorable et le manque d'effectifs ont un impact positif sur les plans d'embauche. Les interlocuteurs envisagent d'accroître encore les effectifs au cours des deux prochains trimestres (voir graphique 5). Aucune réduction de personnel n'est prévue dans les branches consultées. Pour

recruter des collaborateurs et les conserver, de nombreuses entreprises accordent une grande importance à la formation interne et au maintien de leur attractivité en tant qu'employeur.

Des prétentions salariales en partie élevées

Les entreprises constatent que les prétentions salariales des candidats ont tendance à s'accroître. Les hausses de salaire déjà connues qui sont prévues pour l'année 2019 s'élèvent en moyenne à un peu plus de 1%.

ENVIRONNEMENT ET RISQUES

Les incertitudes concernant l'évolution future se sont quelque peu renforcées. Les foyers de tension géopolitiques, notamment les conflits commerciaux et leurs éventuelles répercussions directes ou indirectes sur les entreprises, comptent parmi les principaux risques évoqués par les interlocuteurs. Le Brexit, un affaiblissement considérable de l'économie mondiale et la hausse de la dette publique et privée sont également cités.

En Suisse, la forte pénurie de main-d'œuvre qualifiée est la difficulté le plus souvent nommée. L'accord-cadre entre la Suisse et l'UE ainsi que la réforme de l'imposition des entreprises en préparation constituent d'autres sujets de préoccupation. Une nouvelle appréciation du franc figure aussi parmi les risques signalés. Les interlocuteurs citent en outre le nombre croissant de logements vacants malgré une activité toujours aussi élevée dans la construction. Le poids de la réglementation reste un thème récurrent dans divers domaines.

La numérisation fait l'objet d'analyses approfondies dans un grand nombre de branches. A présent, elle est perçue davantage comme une chance que comme un risque. Le niveau élevé des investissements et du savoir-faire qu'elle nécessite est néanmoins un aspect important.

A propos des Signaux conjoncturels

Approche

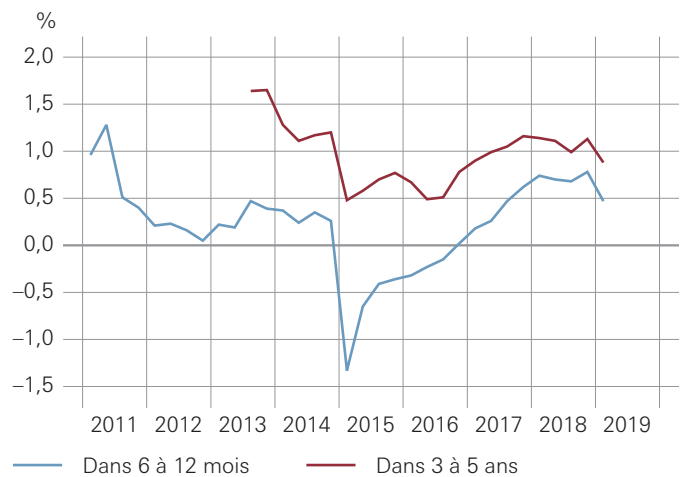
Les délégués de la BNS mènent des entretiens trimestriels avec des décideurs économiques de toute la Suisse. Les *Signaux conjoncturels* constituent un condensé des principaux résultats de ces entretiens.

Chaque trimestre, quelque 240 entreprises reçoivent ainsi la visite des délégués. Elles sont sélectionnées en fonction de la structure sectorielle de l'économie suisse telle qu'elle ressort du PIB et de la statistique de l'emploi. Les branches soumises à de fortes fluctuations conjoncturelles sont quelque peu surreprésentées. Par contre, le secteur public et l'agriculture ne sont pas pris en compte. La sélection des entreprises visitées change chaque trimestre.

Durant les entretiens, les délégués de la BNS recueillent principalement des informations qualitatives. Les entretiens sont toutefois structurés de telle sorte qu'ils permettent aux délégués de répartir une partie des informations qualitatives obtenues sur une échelle quantitative. Il est dès lors possible d'agrèger les données collectées et de les présenter sous forme de graphiques.

Graphique 6

INFLATION ATTENDUE



Source: BNS.

ANTICIPATIONS D'INFLATION

Lors des échanges, les délégués interrogent leurs interlocuteurs sur leurs anticipations d'inflation à court et à moyen terme – mesurée par l'indice des prix à la consommation – en tant que consommateurs.

Les anticipations d'inflation ont reculé, tant à court qu'à moyen terme. Pour les six à douze prochains mois, l'inflation attendue s'élève à 0,5% en moyenne, contre 0,8% au trimestre précédent (ligne bleue du graphique 6). Celle attendue à moyen terme – soit pour les trois à cinq prochaines années – s'inscrit à 0,9% en moyenne, contre 1,1% au trimestre précédent (ligne rouge du graphique). Ce repli pourrait refléter l'évaluation un peu plus prudente des perspectives économiques générales.

Les cinq niveaux de l'échelle utilisés à cet effet correspondent en substance aux appréciations suivantes: beaucoup plus élevé/beaucoup trop élevé (valeur +2); un peu plus élevé/un peu trop élevé (valeur +1); inchangé/normal (valeur 0); un peu plus bas/un peu trop bas (valeur -1); beaucoup plus bas/beaucoup trop bas (valeur -2).

Interprétation des graphiques

Les graphiques présentent sous forme de courbes des informations qualitatives recueillies auprès des entreprises. Les valeurs indiquées correspondent à une moyenne des résultats de l'ensemble des entreprises visitées. Lors de l'interprétation des résultats, l'attention doit avant tout porter sur l'évolution de la courbe; les niveaux et leur variation exacte sont secondaires.

Informations complémentaires

Des données plus détaillées sur les *Signaux conjoncturels* se trouvent sur le site Internet www.snb.ch, rubrique La BNS \ Relations avec l'économie régionale.

Chronique monétaire

La chronique monétaire porte sur le passé récent. Pour les événements plus reculés, se reporter aux communiqués de presse et aux rapports de gestion de la BNS sur www.snb.ch

<p>Lors de l'examen du 21 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Mars 2019
<p>Lors de l'examen du 13 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Décembre 2018
<p>Lors de l'examen du 20 septembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc est à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Septembre 2018
<p>Lors de l'examen du 21 juin de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Juin 2018
<p>Lors de l'examen du 15 mars de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes reste fragile. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes visent à rendre les placements en francs moins attrayants et, partant, à réduire les pressions sur le franc. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Mars 2018
<p>Lors de l'examen du 14 décembre de la situation économique et monétaire, la BNS maintient inchangés le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS à $-0,75\%$ et la marge de fluctuation du Libor à trois mois, comprise entre $-1,25\%$ et $-0,25\%$. La BNS souligne qu'elle reste prête à intervenir au besoin sur le marché des changes. L'affaiblissement du franc reflète le fait que les valeurs refuges sont actuellement moins recherchées. La situation sur le marché des changes demeure toutefois fragile. Selon la BNS, le franc se maintient à un niveau élevé. Le taux d'intérêt négatif et la disposition de la BNS à intervenir sur le marché des changes restent nécessaires. La politique monétaire expansionniste a pour objectif de stabiliser l'évolution des prix et de soutenir l'activité économique.</p>	Décembre 2017

Editeur

Banque nationale suisse
Affaires économiques
Börsenstrasse 15
Case postale
8022 Zurich

Conception

Interbrand AG, Zurich

Composition et impression

Neidhart + Schön AG, Zurich

Version imprimée

La version imprimée (exemplaires isolés ou abonnement) peut être obtenue gratuitement à l'adresse suivante:
Banque nationale suisse, Bibliothèque
Case postale, CH-8022 Zurich
Téléphone: +41 (0)58 631 11 50
Fax: +41 (0)58 631 50 48
E-mail: library@snb.ch

La version imprimée du bulletin trimestriel paraît en langues française (ISSN 1423-3797), allemande (ISSN 1423-3789) et italienne (ISSN 2504-3544).



Les fichiers électroniques peuvent être téléchargés en

français: www.snb.ch, Publications, Publications économiques, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
allemand: www.snb.ch, Publikationen, Ökonomische Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
anglais: www.snb.ch, Publications, Economic publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
italien: www.snb.ch, Pubblicazioni, Pubblicazioni economiche, Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

Internet

www.snb.ch

Droits d'auteur/copyright ©

La Banque nationale suisse (BNS) respecte tous les droits de tiers, en particulier ceux qui concernent des œuvres susceptibles de bénéficier de la protection du droit d'auteur (informations ou données, libellés et présentations, dans la mesure où ils ont un caractère individuel).

L'utilisation, relevant du droit d'auteur (reproduction, utilisation par Internet, etc.), de publications de la BNS munies d'un copyright (© Banque nationale suisse/BNS, Zurich/année, etc.) nécessite l'indication de la source, si elle est faite à des fins non commerciales.

Si elle est faite à des fins commerciales, elle exige l'autorisation expresse de la BNS.

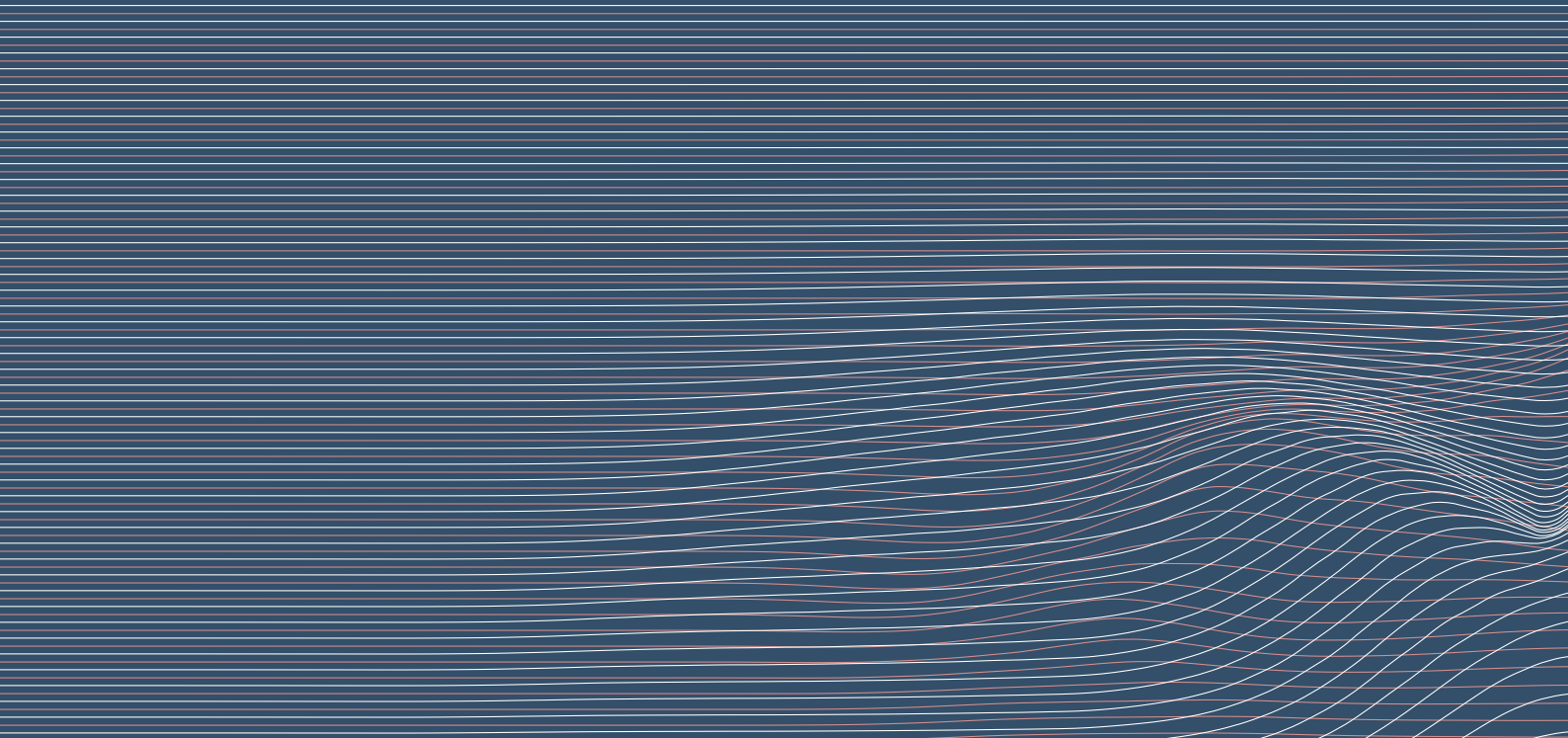
Les informations et données d'ordre général publiées par la BNS sans copyright peuvent aussi être utilisées sans indication de la source.

Dans la mesure où les informations et les données proviennent manifestement de sources tierces, il appartient à l'utilisateur de ces informations et de ces données de respecter d'éventuels droits d'auteur et de se procurer lui-même, auprès des sources tierces, les autorisations en vue de leur utilisation.

Limitation de la responsabilité

Les informations que la BNS met à disposition ne sauraient engager sa responsabilité. La BNS ne répond en aucun cas de pertes ni de dommages pouvant survenir à la suite de l'utilisation des informations qu'elle met à disposition. La limitation de la responsabilité porte en particulier sur l'actualité, l'exactitude, la validité et la disponibilité des informations.

© Banque nationale suisse, Zurich/Berne 2019



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

